

جامعة اليرموك

كلية الاقتصاد والعلوم الإدارية

قسم المحاسبة

رسالة ماجستير بعنوان:

أثر خصائص الشركة والأرباح الموزعة على عوائد الأسهم لشركات الخدمات المدرجة في بورصة عمان

The Impact of Firm Characteristics and Dividends on Stock Returns of Service Companies Listed in Amman Stock Exchange

إعداد الطالب:

مراد "محمد تاج" عبد الرحمن جرادات

الرقم الجامعي: 2009730042

إشراف الأستاذ الدكتور

أحمد محمد مصطفى العمري

1434 هـ/ 2013 م

بسم الله الرحمن الرحيم

جامعة اليرموك

كلية الاقتصاد والعلوم الإدارية

قسم المحاسبة

أثر خصائص الشركة والأرباح الموزعة على عوائد الأسهم لشركات الخدمات المدرجة في بورصة عمان

The Impact of Firm Characteristics and Dividends on Stock Returns of Service Companies Listed in Amman Stock Exchange

إعداد الطالب:

مراد "محمد تاج" عبد الرحمن جرادات

بكالوريوس محاسبة، جامعة اليرموك 2009 م

قدمت هذه الرسالة استكمالاً لمتطلبات الحصول على درجة الماجستير في المحاسبة

من جامعة اليرموك-إربد-الأردن

وافق عليها

الأستاذ الدكتور أحمد محمد العمري	....	مشرفاً
الأستاذ الدكتور محمود حسن قاقيش	....	عضواً
الدكتورة ديمة أحمد درادكة	....	عضواً

12/رمضان/1434 هـ

2013/7/21 م

الإهداء

إلى روح أبي الذي أحاطني بالرعاية وسعى من أجل تعليمي ويسر لي سبل النجاح عليه رحمة الله

إلى أمي حفظها الله ورعاها

إلى إخواني وأخواتي

إلى أهلي وأقاربي

إلى أصدقائي وزملائي

إلى أساتذتي الكرام

إلى كل من دعم وساهم وأشرف وتابع في هذا الجهد المتواضع

الباحث

الشكر والتقدير

قال تعالى ﴿ رَبِّ أَوْزِعْنِي أَنْ أَشْكُرَ نِعْمَتَكَ الَّتِي أَنْعَمْتَ عَلَيَّ وَعَلَى وَالِدَيَّ وَأَنْ أَعْمَلَ صَالِحًا تَرْضَاهُ وَأَصْلِحْ لِي فِي ذُرِّيَّتِي إِنِّي تُبْتُ إِلَيْكَ وَإِنِّي مِنَ الْمُسْلِمِينَ ﴾ صدق الله العظيم. الأحقاف:15

الحمد لله، والصلاة والسلام على رسول الله محمد الصادق الأمين عليه أفضل الصلوات وأتم التسليم، أما بعد.............

وكما يقول الرسول صلى الله عليه وسلم "من قال جزاكم الله خيرًا، فقد أبلغ في الثناء".

فيقتضي الواجب أن أذكر فضل من شجعني وساعدني على إتمام هذه الدراسة، ولا ينكر فضل الفضلاء إلا من ران على قلبه وساء منبتا، وإن كان من الواجب أن يذكر أهل الفضل بفضلهم وأن يخص بعضهم بالذكر، فإني أتقدم بخالص شكري وعظيم تقديري وامتناني إلى أستاذي الفاضل الأستاذ الدكتور/ **أحمد محمد مصطفى العمري** الذي أسعدني بإشرافه علي هذه الدراسة، فقد رافقني في هذه الرحلة التعليمية ومنحني الكثير من وقته وجاد علي بإرشاداته السديدة وتوجيهاته المفيدة ومنحني من علمه ما يعجز مثلي عن مكافئته فجازاه الله عني خير الجزاء، كما أتقدم بجزيل الشكر وعظيم الامتنان إلى كل من **الأستاذ الدكتور محمود قاقيش والدكتورة ديمة درادكة** لقبولهما مناقشة هذه الرسالة ولأثراء هذه الرسالة بالنصح والإرشاد، كما أتقدم بالشكر لأعضاء هيئة التدريس الأفاضل في كلية الاقتصاد والعلوم الإدارية وأخص بالذكر **الأستاذ الدكتور ميشيل سويدان** الذي ساعدني في تحليل البيانات لهذه الرسالة، فلهم جميعاً جزيل الشكر والعرفان.

وأخيراً لا يسعني إلا أن أشكر جميع من وقف إلى جانبي وساعدني لإتمام عملي وجهدي في هذه الرسالة.

الباحث

قائمة المحتويات

قائمة الجداول

فهرس الملاحق

الملخص باللغة العربية

جرادات، مراد. "**أثر خصائص الشركة والأرباح الموزعة على عوائد الأسهم لشركات الخدمات المدرجة في بورصة عمان**"، رسالة ماجستير، جامعة اليرموك، 2013. (إشراف: الأستاذ الدكتور أحمد محمد العمري).

هدفت هذه الدراسة إلى التعرف على أثر الأرباح الموزعة على عوائد الأسهم لشركات الخدمات المدرجة في بورصة عمان، والتعرف على مدى تأثير خصائص الشركة المتمثلة بِ (الربحية والرافعة المالية وحجم الشركة وسيولة الشركة وفرص الاستثمار) على عوائد الأسهم لشركات الخدمات المدرجة في بورصة عمان.

تكون مجتمع الدراسة من جميع الشركات المدرجة في بورصة عمان في جميع القطاعات والتي بلغ عددها 247 شركة لغاية نهاية عام 2011، وكانت العينة النهائية للدراسة متكونة من 56 شركة خدمية مدرجة في بورصة عمان خلال الفترة 2010-2011. وقد تم تطوير نموذج قياسي لغرض قياس أثر المتغيرات المستقلة (التوزيعات النقدية وخصائص الشركة المتمثلة بالربحية والرافعة المالية وحجم الشركة وسيولة الشركة وفرص الاستثمار) على المتغير التابع (عوائد الأسهم) ولمعرفة درجة تفسير المتغيرات المستقلة للتغيرات التي تحدث للمتغير التابع، كما تم اختبار النموذج المطور في هذه الدراسة باستخدام تحليل الانحدار المتعدد Multiple Regression Analysis.

بينت نتائج تحليل البيانات لهذه الدراسة أن هناك أثراً إيجابياً ذا دلالة إحصائية للأرباح الموزعة (متغير التوزيعات النقدية) على عوائد أسهم شركات الخدمات المدرجة في بورصة عمان، كما أظهرت النتائج وجود أثراً إيجابياً ذا دلالة إحصائية لمتغير فرص الاستثمار (ممثلاً بنسبة القيمة السوقية إلى القيمة الدفترية) على عوائد الأسهم لشركات الخدمات المدرجة في بورصة عمان، وأظهرت النتائج عدم وجود أثراً ذا دلالة إحصائية لباقي الخصائص: الربحية والرافعة المالية وحجم الشركة والسيولة على العلاقة بين الأرباح الموزعة وعوائد الأسهم لشركات الخدمات المدرجة في بورصة عمان.

خلصت هذه الدراسة إلى عدة توصيات وكان أهمها إجراء المزيد من الدراسات الأردنية التي تأخذ بعين الاعتبار الجوانب والمتغيرات التي لم يتم تغطيتها في هذه الدراسة وفي الدراسات السابقة والتي من الممكن أن تلقي الضوء على مشكلة الدراسة من وجهة نظر أخرى.

الكلمات المفتاحية: عوائد الأسهم، الأرباح الموزعة، خصائص الشركة، شركات الخدمات المدرجة في بورصة عمان.

الفصل الأول

الإطار العام للدراسة

1-1 مقدمة

1-2 مشكلة الدراسة

1-3 أهداف الدراسة

1-4 أهمية الدراسة

1-5 محددات الدراسة

1-6 خطة الدراسة

الفصل الأول

الإطار العام للدراسة

1-1 المقدمة:

تلعب الأسواق المالية دوراً في النشاط الاقتصادي من حيث وظيفتها، سواء في الدول المتقدمة أو الدول النامية، كونها أوعية تعمل على تجميع المدخرات وتوظيفها في شكل استثمارات متداولة في السوق المالي والنقدي، يعتبر رأس المال المحرك الأساسي لعجلة الإنتاج فهو الركيزة الأساسية للاستثمار، لذلك تهتم كل دول العالم على اختلاف درجة تقدمها بإقامة نظام مالي قوي ومتكامل يمكن وحدات العجز المالي من الحصول على التمويل اللازم والمناسب لاحتياجاتها من جهة، ومن جهة أخرى تتيح لأصحاب الفائض المالي الفرصة لاستثمار مدخراتهم (سمية، 2010، ص7).

تعتبر سياسة توزيع الأرباح من أهم السياسات التمويلية في الشركات نظراً لعلاقتها المباشرة بالمساهمين وانعكاساتها على سعر السهم في السوق حيث تتعلق بقرار تقسيم أرباح الشركة الصافية ما بين أرباح موزعة على المساهمين وأرباح محتجزة. ونظراً لأن هدف الشركة يتمثل في تعظيم ثروة المساهمين من خلال الوصول بسعر السهم إلى أعلى مستوى ممكن، فإن تحقيق ذلك الهدف يتطلب اختيار سياسة توزيع الأرباح التي تحقق التوازن بين مقدار العائد الذي يتم توزيعه على المساهمين وبين معدل النمو في الأرباح المحتجزة (شبيطة وحداد، 2010، ص205).

إن الأسواق المالية تتطور بشكل سريع فالشركة كطرف مشارك في الأسواق المالية أصبحت تدرس خصائصها بشكل مفصل وعميق خاصة عندما يتعلق الأمر بأخذ القرارات المالية الحرجة والمهمة للشركة سواء المتعلقة بالأرباح وتوزيعاتها أو بقرارات أخرى لها ذات الأهمية من

قبل إدارة الشركة، وذلك من أجل الوصول إلى السوق المالي ومستخدمي المعلومات وغيرهم من الأطراف الذين لهم علاقة بالشركة (Karacaer & Ozek, 2009).

لقد حاول العديد من الباحثين دراسة العلاقة بين الأرباح الموزعة وعوائد الأسهم كما حاولوا وصف العديد من العوامل والخصائص التي تقف وراء تغيرات كبيرة في القرارات الاستثمارية للمستثمر، فبالنظر إلى الدراسات الأجنبية مثل دراسات El Essa, *et. al* (2012) و Hashemi & Zadeh (2012) و Khan (2012) و Nahandi, *et. al* (2012) و Rafailov & Trifonova (2011) و Sukor (2011)، والدراسات العربية مثل دراسات دادن وبديدة (2012) وشبيطة وحداد (2010) والبراجنة (2009) وشراب (2006) ونور (2003) نرى أن هؤلاء الباحثين قد درسوا واهتموا في دراسة العلاقة بين الأرباح الموزعة وعوائد الأسهم كما حاولوا وصف العديد من العوامل والخصائص التي تقف وراء تغيرات كبيرة في القرارات الاستثمارية للمستثمر, ومما سبق وبالنظر إلى أهمية الأرباح الموزعة باعتبارها أداة مهمة من الأدوات التي تساعد الإدارة على تحقيق أهدافها الأساسية وهو تعظيم قيمة الشركة، وبالنظر أيضاً إلى أهمية الأسهم ولما لها من أثر حيوي في إنعاش الاقتصاد في الدولة، وامتداداً لجهود الباحثين في هذا المجال أتت هذه الدراسة لتختبر أثر الأرباح الموزعة على عوائد الأسهم للشركات الخدمية المدرجة في بورصة عمان، ولتبحث فيما إذا كان هناك أثر لخصائص الشركة المختلفة المتمثلة بالربحية والسيولة وحجم الشركة والرافعة المالية وفرص الاستثمار على عوائد الأسهم للشركات الخدمية المدرجة في بورصة عمان.

1-2 مشكلة الدراسة:

يعتبر قرار الإعلان عن توزيع الأرباح من القرارات الصعبة والهامة التي تتخذها الإدارة في الشركة، لما لهذا القرار من أثر مباشر على المستثمر والشركة، حيث إن الهدف الأساسي

لأي مستثمر هو تعظيم الثروة، ويسعى كثير من المستثمرين إلى تحقيق أرباح جارية ناتجة عن عملية التوزيع، كما أن على الإدارة أن توازن بين الأرباح الموزعة والأرباح المحتجزة، خاصة في الشركات الجديدة والنامية والتي تكون بحاجة إلى التمويل (شراب، 2006، ص3)، ومن هنا فإن مشكلة الدراسة تتمثل في معرفة الإجابة على التساؤل الرئيس وهو:

ما أثر خصائص الشركة والأرباح الموزعة على عوائد الأسهم لشركات الخدمات المدرجة في بورصة عمان؟

وينبثق من التساؤل الرئيس الأسئلة الفرعية التالية:

1- هل يوجد أثر مهم إحصائيا للأرباح الموزعة على عوائد الأسهم لشركات الخدمات المدرجة في بورصة عمان؟

2- هل يوجد أثر مهم احصائيا لخصائص الشركة المتمثلة بـ (الربحية والرافعة المالية وحجم الشركة وسيولة الشركة وفرص الاستثمار) على عوائد الأسهم لشركات الخدمات المدرجة في بورصة عمان؟

1-3 أهداف الدراسة:

تهدف هذه الدراسة إلى التعرف على ما يلي:

1- مدى تأثير الأرباح الموزعة على عوائد الأسهم لشركات الخدمات المدرجة في بورصة عمان.

2- مدى تأثير خصائص الشركة المتمثلة بـ (الربحية والرافعة المالية وحجم الشركة وسيولة الشركة وفرص الاستثمار) على عوائد الأسهم لشركات الخدمات المدرجة في بورصة عمان.

1-4 أهمية الدراسة:

في حد علم الباحث تعد هذه الدراسة من الدراسات القليلة التي تناولت هذا الموضوع وهو أثر خصائص الشركة المتمثلة بِ (الربحية والرافعة المالية وحجم الشركة وسيولة الشركة وفرص الاستثمار) والأرباح الموزعة على عوائد الأسهم لشركات الخدمات المدرجة في بورصة عمان، كما أن هذه الدراسة انفردت بدراسة قطاع الخدمات الذي لم يتم دراسة هذا الموضوع عليه من قبل، كما أن هذه الدراسة طورت نموذجاً قياسياً جديداً ليختبر أثر المتغيرات المستقلة على المتغير التابع، بالتالي فهي تساهم إلى حد ما برفد المكتبة العربية عامةً والأردنية خاصةً بنوع جديد من الدراسات قد تفيد بعض الدارسين والباحثين المهتمين بالبحث العلمي، كما من الممكن الاستفادة منها في توعية المستثمرين وزيادة ثروتهم المعلوماتية حول الأرباح الموزعة وعوائد الأسهم وخصائص الشركة المختلفة في هذا القطاع، وقد تفيد هذه الدراسة أصحاب المصالح (Stakeholders) من مستثمرين ودائنين وممولين ومساهمين ومالكين وعملاء وغيرهم من الاستفادة من النتائج التي توصلت إليها هذه الدراسة.

1-5 محددات الدراسة:

1. اقتصرت هذه الدراسة على دراسة بعض خصائص الشركات وذلك لصعوبة احتواء جميع الخصائص في دراسة واحدة.
2. اقتصرت هذه الدراسة على دراسة قطاع شركات الخدمات المدرجة في بورصة عمان للفترة 2010-2011، وبالتالي لا يمكن تعميم نتائج هذه الدراسة على جميع السنوات وعلى جميع الشركات في جميع القطاعات.

1-6 خطة الدراسة:

تكونت هذه الدراسة من ستة فصول سيتم في كل فصل تناول جزء من هذه الدراسة وبحثه بتفصيل ليمكن المهتمين من الاستفادة من هذه الدراسة، وتقسم هذه الفصول كما يلي:

الفصل الأول: الإطار العام الدراسة والذي يتكون من: مشكلة الدراسة وأهداف الدراسة وأهميتها ومحددات الدراسة.

الفصل الثاني: تناول هذا الفصل مناقشة الإطار النظري الذي احتوى على عدة أمور تتعلق بموضوع توزيع الأرباح من تعريف للتوزيعات ونظريات التوزيع وسياسات التوزيع وغيرها، كما تناول هذا الفصل تعريف للعوائد وأنواع الأسهم والعوائد وغيرها.

الفصل الثالث: تناول هذا الفصل استعراض الدراسات العربية والأجنبية ذات الصلة بموضوع الدراسة كما تم ذكر ما يميز هذه الدراسة عن الدراسات السابقة كما تم تطوير الفرضيات.

الفصل الرابع: احتوى هذا الفصل على منهجية الدراسة ومتغيرات الدراسة والنموذج القياسي للدراسة والأساليب الإحصائية المستخدمة في عملية التحليل.

الفصل الخامس: تم في هذا الفصل تحليل البيانات واختبار الفرضيات.

الفصل السادس: تم في هذا الفصل مناقشة النتائج وذكر التوصيات التي تم التوصل إليها بعد معرفة النتائج لهذه الدراسة.

الفصل الثاني

الإطار النظري للدراسة

2-1 تمهيد

2-2 تعريف الأرباح الموزعة

2-3 أنواع التوزيعات

2-4 أنواع سياسات توزيع الأرباح

2-5 نظريات سياسة توزيع الأرباح

2-6 قرارات توزيع الأرباح

2-7 إجراءات توزيع الأرباح

2-8 المؤثرات العملية على سياسة توزيع الأرباح

2-9 أشكال عوائد الأسهم

2-10 تعريف وخصائص الأسهم

2-11 أنواع الأسهم.

2-12 أنواع الأسعار التي تعلن عنها البورصة

2-13 تسميات (أنواع) العوائد

الفصل الثاني

الإطار النظري للدراسة

2-1 تمهيد:

إن موضوع سياسة توزيع الأرباح واحد من أهم وأوسع المواضيع المالية جدلاً، وقد جلب هذا الموضوع اهتماماً واسعاً من قبل الباحثين والمحللين الماليين والاقتصاديين وغيرهم من المهتمين (Asghar, *et. al.*, 2011, p46)، فسياسة توزيع الأرباح مهمة لمستخدمي القوائم المالية مثل المستثمرين والمديرين والمقرضين وغيرهم من أصحاب المصالح Stakeholder فهي مثلاً تعد مصدراً مهماً لدخل الشركة ويمكن تفسير ذلك في أن الشركة عندما تكون سياستها الاحتجاز فهذا يعني التوسع والنمو في أعمال ومشاريع الشركة يزداد بالتالي الدخل ينمو ويزداد، كما أن قابلية الاستثمار والتوسع في المستقبل تعتمد على مقدار التوزيعات التي تقرها وتعلنها إدارة الشركة، أيضا يتم تقييم أداء الشركة ووضعها المالي من قبل المستثمرين والمساهمين من خلال توزيعاتها للأرباح، فعندما تقوم الشركة بزيادة التوزيعات فإن المساهمين يرون في ذلك على أنه إشارة من إدارة الشركة على نمو أرباحها مما يشجع على زيادة الاستثمار في الشركة والزيادة في شراء الأسهم وبالتالي يرتفع سعر السهم والعكس صحيح، بالإضافة إلى أن المقرضين يعتمدون على مقدار توزيعات الأرباح من أجل اتخاذ القرارات المتعلقة بمنح القروض للشركة مع الأخذ بعين الاعتبار أن بعض المقرضين يشترطون على الشركة عدم توزيع الأرباح مقابل الحصول على التمويل (Khan, 2012, p3).

تنبع أهمية التوزيعات من وجهة نظر الإدارة في أنها أولاً: تؤثر في استثمارات الشركة، وثانياً: تقلل من المصادر المالية الداخلية وتزيد من الحاجة إلى مصادر مالية خارجية، بالتالي فإن القرارات المتعلقة بتوزيع الأرباح أو احتجازها تعد قرارات مهمة جداً وحساسة بالنسبة للإدارة،

بالمقابل فإن المساهمين يسعون إلى الحصول على التوزيعات النقدية، ومن أجل تعظيم الثروة للمساهمين فإن إدارة الشركة تعمل على الموازنة بين مصلحة المساهمين وبين الفرص الاستثمارية المربحة مع اعتبار العوامل المؤثرة على التوزيعات النقدية (Hashemi & Zadeh, 2012, p264).

ونظراً لأهمية السوق المالي في تعظيم الثروة، اتجه الكثير من المستثمرين للتداول في بورصة عمان لزيادة ثروتهم، ولاهتمام المستثمرين بهذا السوق تهتم إدارة الشركات بمعرفة علاقة توزيعات الأرباح بعوائد الأسهم كي تعتمد عليها في تحديد نسبة الأرباح التي ستقوم بتوزيعها على المساهمين، فإذا كان هناك علاقة بين التوزيعات وبين عوائد الأسهم فستقوم الشركة باستخدام هذه العلاقة لصالحها وصالح المساهمين، فمثلاً إذا كانت العلاقة بين التوزيعات والعوائد سلبية فهذا يعد مؤشراً قوياً للشركة على أن هذه التوزيعات تقلل من قيمة الأسهم فتقلل من العوائد بالتالي تحاول الشركة التقليل من التوزيعات مستقبلاً من أجل الحفاظ على قيمة أسهمها والعكس صحيح، ومن هنا فقد تم دراسة الأمور المتعلقة بسياسة توزيع الأرباح ونظريات التوزيع في هذا الفصل لتقريب الفكرة عن أثر التوزيعات على عوائد الأسهم.

2-2 تعريف الأرباح الموزعة:

توجد عدة مفاهيم للأرباح الموزعة فمثلاً عرف (Weygandt, *et. al.,* 2012, p634) التوزيعات بأنها عبارة عن قيام الشركة بتوزيع مقادير من النقد أو الأسهم لمساهميها كل حسب حصته "pro rata basis".

كما عرفها (الضب،2009، ص122) على أنها توزيعات الملكية لحملة الأسهم من الأرباح الحالية أو المتراكمة عن سنوات سابقة.

ويرى (El Essa, *et. al.,* 2012, p616) أن التوزيعات هي كمية الأرباح المتبقية سواء من الفترات الماضية أو الحالية التي من المقرر توزيعها على المساهمين، ومن جانب آخر يرى (Rafailov & Trifonova, 2011, p3) أن التوزيعات هي عبارة عن مقدار من الأرباح أو الدخل الصافي الذي يدفع للمساهمين على شكل توزيعات.

ويرى الباحث من التعريفات السابقة أن التوزيعات هي عبارة عن دفعات من مبالغ نقدية مقرر توزيعها على حملة الأسهم وفقاً لعدة عوامل وظروف تخضع لها الشركة.

إن الشركات الناجحة تحقق الأرباح وحصيلة هذه الأرباح إما أن يتم إعادة استثمارها في الشركة في أصول تشغيلية أو أن يتم استخدام هذه الأرباح لتسديد الديون أو أن يتم توزيع هذه الأرباح على المساهمين، وإذا اتخذت إدارة الشركة قرارها بتوزيع هذه الأرباح على المساهمين فعلى الإدارة أن تقرر ما يلي:

1. ما هي نسبة التوزيعات؟
2. هل ستكون التوزيعات نقدية أم على شكل أسهم؟
3. ما هي سياسة توزيع هذه الأرباح، فهل ستقوم الشركة بتوزيع نسب ثابتة أم نسب متغيرة مع تحديد نسبة نمو هذه التوزيعات؟(خصاونة، 2011، ص208).

2-3 أنواع التوزيعات:

تقسم توزيعات الأرباح إلى عدة أنواع (Weygandt, et. al. 2012, p.634-640) وتلخص إلى ما يلي:

1. **التوزيعات النقدية Cash Dividends:**

تقوم الشركة بتوزيع مقدار معين من النقد على مساهميها بنسب معينة. وحتى تقوم الشركة بتوزيع هذه المقادير يجب أن تأخذ بالحسبان ما يلي:

أ- مقدار الأرباح المحتجزة Retained Earning: إن مشروعية توزيع أرباح نقدية يعتمد على قوانين الدولة التي تأسست فيها الشركة وبشكل عام فإن على الشركة أن تحتفظ بمقدار معين كاحتياطي اجباري ونسبة هذا الاحتياطي تعتمد على قانون الشركات المتبع بالدولة، كما أن الشركة تتحكم بمقدار الاحتياطي الاختياري في سجلاتها المحاسبية.

ب- وجود نقد كافي Adequate Cash: قبل إعلان توزيع أرباح نقدية يجب على مجلس الإدارة للشركة النظر بعناية لكل المطالب الحالية والمستقبلية على موارد الشركة من التدفقات النقدية.

ج- الإعلان عن التوزيع Declaration of Dividends: على الشركة أن لا تدفع توزيعاتها ما لم يقرر مجلس إدارتها أن يفعل ذلك، وعندما يقرر مجلس إدارة الشركة ويعلن عن توزيع أرباح فإن المجلس لديه السلطة الكاملة لتحديد مقدار الأرباح التي ستوزعها الشركة ولتحديد المبالغ التي ستحتفظ بها وتدورها.

2. **توزيعات الأسهم Stock Dividends:**

تقوم الشركة بتوزيع حصص معينة بنسب معينة من أسهمها لمساهميها، بينما تدفع الشركة نقدا كتوزيعات نقدية فإنها هنا تقوم بإصدار أسهم كتوزيعات على شكل أسهم وهذا يقلل من الأرباح المحتجزة ولكن يزيد من رأس المال المدفوع، وهنا على عكس التوزيعات النقدية فإن حقوق المساهمين وإجمالي الأصول لا تقل عند التوزيع.

تقوم الشركة بتوزيع الأسهم وذلك للأسباب التالية:

أ- لتحقيق وإرضاء توقعات المساهمين بالتوزيعات دون إنفاق النقود.

ب- لزيادة رواج الأوراق المالية للشركة في السوق.

ج- للتأكيد على أن جزء من حقوق المساهمين تم إعادة استثماره وغير متوفر كتوزيعات نقدية.

2-4 أنواع سياسات توزيع الأرباح:

هناك العديد من السياسات التي تتبعها الشركات في توزيعها لأرباحها وذلك يعتمد على العديد من الظروف ويعتمد على مجلس الإدارة في اتخاذ السياسة المناسبة في توزيع الأرباح ومن هذه السياسات ما يلي:

1) سياسة الأرباح الموزعة المستقرة:

تتمثل هذه السياسة بأن تقوم الشركة بدفع أرباح موزعة ذات قيمة مستقرة وتسمح لمعدل توزيع الأرباح بالتقلب تبعاً لتغير أرباح الشركة، وسياسة توزيع الأرباح المستقرة تعني أن الشركة لا تعمد إلى زيادة الأرباح الموزعة على المساهمين كلما ازدادت أرباحها، لأن هذا يعني التزاما ضمنياً من إدارة الشركة بالمحافظة على هذا المستوى الأعلى من الأرباح الموزعة الذي قد لا تبرره احتمالات انخفاض أرباح الشركة مستقبلاً. وأيضا تعني هذه السياسة أن الشركة لا تعمد إلى خفض الأرباح الموزعة كلما انخفضت أرباح الشركة، فالشركة قد تنخفض أرباحها في سنة ما ولكنها تستمر بتوزيع الأرباح على المساهمين بالقيمة المعتادة، إلا إذا اعتقدت الإدارة أن الانخفاض في الأرباح ناتج عن أسباب جوهرية تتعلق بالوضع الاقتصادي العام، ونجد في الواقع أن كثير من الشركات تتبع سياسة توزيع أرباح مستقرة وذلك للاعتقاد بأن المساهمين عامة يفضلون ذلك، وبالتالي يكون لهذه السياسة تأثيرا ايجابياً على سعر سهم الشركة في البورصة (الشواورة وآخرون، 2012، ص12).

2) سياسة توزيع الفائض:

وهي عبارة عن أرباح إضافية تدفع وتوزع في السنة عندما يكون أداء الشركات جيد وعندما يكون فائض الأموال متاح للتوزيع (El Essa, *et. al.,* 2012, p617).

وطبقا لهذه السياسة تقوم الشركة باحتجاز الأرباح وإعادة استثمارها مرة أخرى كلما كانت لديها مشروعات استثمارية تحقق معدل عائد أعلى من الذي يحققه حملة الأسهم عند قيامهم باستثمار أموالهم بأنفسهم، ويترتب على تطبيق هذه السياسة تذبذب مقدار العائد النقدي الذي يتم توزيعه على المساهمين من عام لآخر تبعاً لدرجة توفر المشروعات الاستثمارية التي يمكن تمويلها عن طريق الأرباح المحتجزة ففي حالة عدم توفرها تقوم الشركة بتوزيع الأرباح كعائد نقدي للمساهمين، وفي ظل تطبيق سياسة الفائض فإن الشركات التي تتميز بمعدلات نمو مرتفعة هي التي تلجأ إلى احتجاز الأرباح لتمويل مشروعات التوسع بينما الشركات ذات معدلات النمو المنخفضة فتقوم بتوزيع الجزء الأكبر من أرباحها كعائد نقدي على المساهمين نظراً لعدم الحاجة لإعادة استثمار تلك الأرباح (الشواورة وآخرون، 2012، ص12).

3) سياسة توزيع نسبة ثابتة من الأرباح:

تم تفسير هذه السياسة ببساطة في دراسة (El Essa, *et. al.,* 2012, p617) على أنها دفع مقدار معين من الأرباح بشكل ثابت كل سنة.

تعتمد هذه السياسة على توزيع نسبة مئوية ثابتة من الأرباح كعائد نقدي على المساهمين، ونظراً لتذبذب الأرباح من عام لآخر فإن العائد النقدي الذي يتم توزيعه على المساهمين سوف يتذبذب أيضاً وفقاً لهذه السياسة، ولتجنب الآثار السلبية الخاصة بتذبذب مستويات العائد النقدي على أسعار الأسهم، فإن نسبة التوزيع التي يتم اختيارها عند تطبيق تلك السياسة تمثل متوسط

النسبة المستهدفة التي تسعى الشركة إلى تحقيقها في الأجل الطويل وليست النسبة التي يتم الالتزام بها بصورة قاطعة كل عام (الشواورة وآخرون، 2012، ص13).

4) سياسة التوزيعات على أساس الأرباح المتبقية:

إن الأرباح التي توزعها الشركة في هذه السياسة تساوي الأرباح المتحققة "الحقيقية" مطروحة من مقدار الأرباح المحتجزة "المدورة" الضرورية من أجل موازنة رأس المال الأمثل للشركة (El Essa, *et. al*., 2012, p617).

إذا كان معدل العائد على الاستثمارات أقل من العائد المطلوب فلا يجب حجز أي أموال، وإذا ما تم تحديد المقترحات المطلوب تنفيذها والأموال المتاحة للتمويل فإن الأموال التي توجه للتوزيعات هي المتبقية بعد تغطية الاحتياجات المالية (شراب، 2006، ص70).

5) سياسة توزيع مقدار نقدي منخفض مع إضافة مبلغ آخر في سنوات الرواج:

وهي سياسة دفع توزيعات أرباح منتظمة منخفضة كل سنة بالإضافة إلى مبالغ إضافية في نهاية السنوات الجيدة (El Essa, *et.al.,* 2012, p617).

تتمثل هذه السياسة في أن تلتزم الشركة بتوزيع مقدار نقدي منخفض كعائد على المساهمين بصورة منتظمة كل عام مع إمكانية توزيع مقدار نقدي آخر كعائد إضافي يتم توزيعه في السنوات التي تزداد فيها أرباح الشركة بصورة كبيرة، ويرى مؤيدو هذه السياسة أن توزيع هذا العائد الإضافي في سنوات الربحية المرتفعة يساعد الشركة على تجنب إعطاء المساهمين انطباعا وهمياً بأن الزيادة في الأرباح زيادة دائمة يمكن الاعتماد عليها بصورة مستديمة (الشواورة وآخرون، 2012، ص13).

5-2 نظريات توزيع الأرباح:

تؤثر سياسة توزيع الأرباح على سعر السهم السوقي، فقيمة السهم تساوي القيمة الحالية للتدفقات النقدية مخصومة بسعر خصم والذي يمثل كلفة رأس المال.

$$Po = \frac{D1}{K-g}$$

Po: قيمة السهم.

D: الأرباح الموزعة.

K: سعر الخصم.

g: معدل النمو.

يلاحظ بأن الشركة تستطيع زيادة قيمة السهم من خلال رفع قيمة البسط والذي يمثل قيمة الأرباح الموزعة للسهم الواحد، ولكن زيادة قيمة الأرباح يعني أن الشركة ستقوم بتوزيع نسبة عالية من الأرباح على المساهمين وعدم الاحتفاظ بنسبة قليلة من الأرباح وبالتالي سيؤدي إلى حرمان الشركة من استثمار المزيد من الأموال لأغراض التوسع ورفع القدرة الإنتاجية للشركة وبالتالي يؤدي إلى تقليل معدل نمو الشركة، إن السياسة المثلى لتوزيع الأرباح هي التي تضع توازناً بين التوزيعات الحالية والتوقعات المستقبلية لتعظيم قيمة السهم في السوق (الخصاونة، 2011، ص208).

توجد العديد من النظريات التي حاولت تفسير العلاقة بين توزيع الأرباح وعوائد الأسهم والتي ناقشت تأثر سياسة توزيع الأرباح بالعديد من العوامل مثل الفرص الاستثمارية المتاحة أمام الشركة، كلفة مصادر التمويل الأخرى والتفضيلات الضريبية.

1. نظرية عدم ملاءمة التوزيعات Dividend Irrelevance Theory:

افترض (Modigliani and Miller "MM" 1961) أن سياسة توزيع الأرباح لا تملك تأثيراً على سعر السهم وتكلفة رأس المال أو معدل العائد المطلوب على الاستثمار، لذلك فإن سياسة توزيع الأرباح غير ملائمة، كما افترض MM2 أن خطورة العمل والدخل الأساسي (من الأصول) هما المصدران الأساسيان لتحديد قيمة الشركة، وهذا يعني أن مقدار الأرباح التي تحققها الشركة من مواردها المختلفة هي التي تؤثر على سعر السهم وليس الكيفية التي يتم بها تقديم تلك الأرباح بين موزعة ومحتجزة.

تقوم النظرية على عدد من الافتراضات ومنها:

- عدم وجود ضرائب على أرباح الشركة.
- المستثمر عقلاني.
- يمثل المديرون أفضل وكيل عن المساهمين.
- عدم وجود تكاليف لتنفيذ العمليات (Habib, *et.al.,* 2012, p80).
- عدم تأثير الرافعة المالية على تكلفة رأس المال.
- وجود معلومات متجانسة والمعلومات متاحة للجميع.
- عدم تأثير سياسة تقسيم الأرباح بين الاحتجاز والتوزيع على تكلفة الأموال المملوكة.
- إن سياسة تخطيط الإنفاق الرأسمالي مستقلة عن سياسة توزيع الأرباح (الخصاونة، 2011، ص210).

وطبقاً لهذه النظرية Modigliani and Miller (1961) فإن المستثمرين لا يهتمون بسياسة توزيع الأرباح التي تتبناها الشركة، وذلك عند اتخاذ قراراتهم بالاستثمار في أسهم الشركة نظراً لأنهم يستطيعون القيام بتكوين سياسة توزيع عوائد ذاتية، فعلى ضوء ما تقدم يمكن القول

أن نظرية عدم ملاءمة التوزيعات يمكن قبولها في ظل ظروف التأكد التام والكفاءة الكاملة للأسواق المالية، غير أن هذه الظروف لا تتوافر في الواقع العملي مما أدى لظهور نظريات أخرى لسياسة توزيع الأرباح تأخذ في الحسبان الظروف المتاحة في الواقع العملي مثل وجود الضرائب وتكلفة التداول وتفضيل كثير من المستثمرين للحصول على الدخل في شكل أرباح رأسمالية بدلاً من الحصول عليه في شكل توزيعات.

2. نظرية عصفور في اليد Bird-in-the-Hand Theory:

إن من الاستنتاجات الرئيسة في نظرية عدم ملاءمة التوزيعات أن سياسة توزيع الأرباح ليس لها أي تأثير على معدل العائد المطلوب على حقوق الملكية، إن هذا الاستنتاج استأثر بجدل كبير بين الأكاديميين، فعلى سبيل المثال جادل Lintne (1956) و Gorden (1963) بأن العائد المطلوب على حقوق الملكية يتناقص مع زيادة التوزيعات النقدية لأن المستثمرين يصبحون أقل تأكدا من استلام العوائد الرأسمالية الناتجة عن احتجاز الأرباح، وبالتالي فإن قيمة الدولار الموزع حاليا هي أعلى من قيمة الدولار المحتجز لأن مكونات عائد التوزيعات D1/P0 هي أقل خطورة من معدل النمو g في معدلة العوائد المتوقعة الكلية K=(D1/P0)+g ولكن MM2 لم يوافق على هذا الاقتراح حيث جادل MM2 بأن معدل العائد المطلوب على حقوق الملكية هو مستقل ولا يتأثر بسياسة توزيع الأرباح، حيث أن المستثمر لا يفرق بين المكونين (العائد الجاري والرأسمالي) وأطلقنا على وجهة نظر Lintne (1956) و Gorden (1963) اسم عصفور في اليد لأن MM2 يعتقدان بأن معظم المستثمرين يخططون لإعادة استثمار توزيعات الأرباح في سهم الشركة أو شركة أخرى تعمل في قطاع مماثل وبالتالي فإن مخاطر التدفقات النقدية للشركة في المدى الطويل تتحدد من خلال المخاطر التشغيلية للتدفقات النقدية وليس من خلال سياسة توزيع الأرباح (الخصاونة، 2011، ص212).

وطبقا لذلك فإن المستثمرون يفضلون الاستثمار في تلك الشركات التي تقوم بتوزيع نسبة أكبر من أرباحها على شكل توزيعات للعائد مما يؤدي إلى ارتفاع أسعار أسهمها وعزوف المستثمرين عن شراء أسهم الشركات التي تقوم بتوزيع نسب منخفضة من أرباحها مما يؤدي إلى انخفاض أسعار أسهمها في بورصة الأوراق المالية.

ومن فرضيات هذه النظرية:

1- أن المستثمرين لا يملكون المعرفة الكاملة عن ربحية الشركة (نقص بالمعلومات).

2- ربحية رأس المال تتحقق عند بيع الأسهم.

3- التوزيعات هي عبارة عن إشارة عن التدفقات النقدية المتوقعة للشركة في المستقبل (Habib, *et.al.,* 2012, p80).

3. نظرية التفضيلات الضريبية Tax Preference Theory:

هناك ثلاث أسباب للاعتقاد بأن المستثمرين يفضلون التوزيعات النقدية القليلة على التوزيعات النقدية العالية:

1) إن ضريبة الأرباح الرأسمالية تكون أقل من ضريبة الأرباح الموزعة.

2) إن الضرائب المستحقة على العوائد الرأسمالية لا تدفع إلا في حالة بيع السهم وبسبب القيمة الزمنية للنقود فإن تكلفة الدينار المدفوع كضريبة مستقبلا أقل من تكلفة الدينار المدفوع كضريبة حاليا.

3) إذا ما تم الاحتفاظ بسهم معين من قبل مستثمر حتى وفاته فإن ورثة هذا المساهم لن يدفعوا ضريبة أرباح رأسمالية لأن قيمة السهم في التاريخ القديم هي بمثابة تكلفة حصولهم على السهم.

وبناءً على هذه الأسباب السابقة فإن المستثمرين يكونون على استعداد لدفع مبلغاً أكبر ثمنا للسهم الذي لا يعطي توزيعات أرباح كبيرة بل يتم احتجاز معظم الأرباح، وطبقاً لنظرية التفضيل الضريبي فإن المستثمرين يفضلون الاستثمار في تلك الشركات التي تقوم بتوزيع نسبة منخفضة من أرباحها على شكل توزيعات نقدية ويعود هذا التفضيل إلى انخفاض معدل الضرائب على الأرباح الرأسمالية عن معدل الضرائب على الدخل مما يدفع الكثير من المستثمرين إلى تفضيل تلك الشركات التي تقوم باحتجاز مقدار أكبر من الأرباح بدلاً من توزيعها على المساهمين نظراً إلى أن هذه السياسة سوف تؤدي إلى إعادة استثمار تلك الأرباح في أنشطة الشركة مما يؤدي إلى ارتفاع معدل النمو (الشواورة وآخرون، 2012، ص11).

2-6 قرارات توزيع الأرباح:

تعد القرارات الخاصة بالتصرف بالأرباح في منشأة الأعمال من أكثر الموضوعات اهتماماً في فكر الإدارة المالية المعاصر، فما بين توزيع الأرباح واحتجازها داخل المنشأة وجدت الإدارة المالية نفسها بين تيارين الأول ينظر إلى عملية توزيع الأرباح على أنها مسألة لابد منها منطلقين من أن عملية توزيع الأرباح دون احتجازها سوف يؤثر بشكل مباشر في قيمة السهم السوقية وبالتالي التأثير في تعظيم ثروة الملاك في حين يرى التيار الثاني أن توزيع الأرباح ليس له علاقة تأثير في قيمة المنشأة السوقية ولا قيمة السهم السوقية.

ومن الجدير بالذكر أن هناك مجموعة من العوامل تؤثر في مسعى الإدارة المالية في منشآت الأعمال وشكل استراتيجية عملها في التصرف بالأرباح، وما بين الجدل الظاهر في توزيع الأرباح أو احتجازها يعتقد أن أفضل استراتيجية عمل تضمن حقوق الملاك من جهة وتوفر مقداراً من الأموال لضمان عملية الاستثمار في المنشأة هو الإعلان عن استراتيجية الاستقرار في

التوزيعات، إذ أن مثل هذه الاستراتيجية سوف تضمن حقوق حملة الأسهم وكذلك تضمن للإدارة مصدر تمويلي ذاتي مهم (المناصير، 2010، ص48-49).

هناك مجموعة من الأسباب وراء إعطاء الملاك قيمة لاستقرار توزيعات الأرباح واستعداد لدفع ما يقابل هذه القيمة في شكل زيادة في سعر السهم في سوق الأوراق المالية ومن هذه الأسباب ما يلي:

1) المحتوى المعلوماتي لسياسة توزيع الأرباح: يمكن أن تقدم سياسة توزيع الأرباح حلا لمشكلة عدم التأكد التي يعانيها المستثمر، فمثلاً عندما تنخفض الأرباح الخاصة بشركة معينة ويتم تخفيض التوزيعات فقد تهتز صورة المنشأة في سوق الأوراق المالية ومن ثم تقييمه لأسعار الأوراق المالية لهذه المنشأة.
2) مدى رغبة المستثمرين في العوائد الحالية: من أهم العوامل في وجود سياسة توزيع أرباح مستقرة هي رغبة بعض المستثمرين في الحصول على عائد فوري محدد.
3) الاعتبارات القانونية: إن وجود سياسة مستقرة لتوزيع الأرباح يمثل ميزة من وجهة النظر القانونية (الجزيري، 2003، ص438-439).

2-7 إجراءات توزيع الأرباح:

يقوم مجلس إدارة الشركة في الشركات المساهمة العامة بتقديم توصية إلى الهيئة العمومية للشركة بتوزيع الأرباح وبنسبة معينة على ضوء النتائج الحالية للشركة والنتائج والخطط المستقبلية والمتوقعة للشركة وعادةً تكون نسبة توزيع هذه الأرباح قريبة من مستويات التوزيع في السنوات السابقة إلا إذا حدثت أمور جوهرية تؤثر على مستقبل وأوضاع الشركة.

إن إجراءات توزيع الأرباح مبنية على أربعة تواريخ مهمة وهي:

- موعد الإعلان عن توزيعات الأرباح Declaration Date: وهذا التاريخ يحدد عندما يجتمع أعضاء مجلس الإدارة للشركة (BOD) ويعلنون عن توزيع أرباح للسنة.
- موعد أسماء المساهمين في السجلات Record Date: وهو التاريخ الذي يتم فيه اعتماد سجل المساهمين الذين أدرجوا بعد إغلاق التداول وهم من سيستحقون التوزيعات.
- موعد الدفع Payment Date: هو التاريخ الذي يتم فيه صرف شيكات التوزيعات التي تم إقرارها من قبل مجلس الإدارة للمساهمين (Weygandt, *et. al.,* 2012, p635-636).

2-8 المؤثرات العملية على سياسة توزيع الأرباح:

من الناحية العملية يوجد العديد من العوامل التي يجب أن يتم أخذها بعين الاعتبار من قبل إدارة الشركة عند تقرير سياسة توزيع الأرباح (الخصاونة، 2011، ص214-216) ومن هذه العوامل:

أ- **التشريعات القانونية:** تخضع الشركة للأنظمة والقوانين في الدولة التي تعمل بها، ففي الأردن تخضع الشركات الأردنية لقانون الشركات بالإضافة إلى خضوع البنوك الأردنية إلى قانون البنك المركزي، ومن منطلق هذه التشريعات فإن الشركات غالبا ما تحتفظ باحتياطي إجباري بما نسبته 10% من الأرباح الصافية، إن مثل هذه القوانين تحد من قدرة الشركات في تقرير وتحديد حجم الأرباح الموزعة التي ستدفعها الشركة إلى المساهمين.

ب- **محددات اتفاقيات الاقتراض:** تتضمن العديد من اتفاقيات الاقتراض التي توقعها الشركة مع الجهات الدائنة قيودا ومحددات على حرية الإدارة في اتخاذ قرار توزيع الأرباح.

ج- **معدلات نمو الشركة:** تلعب معدلات النمو التي تحققها الشركة دورا في تحديد نسب توزيعات الأرباح، فشركات النمو السريع والتي تحقق معدلات نمو سريعة فإنها تحتاج

إلى كافة مصادر التمويل المتاحة لتمويل احتياجاتها التنموية وبالتالي فإنها بالعادة توزع أرباحاً قليلةً أو لا توزع على الإطلاق، أما الشركات التي دخلت في مرحلة النضوج أو الثبات النسبي في النمو فإنها تلجأ إلى توزيعات نقدية عالية.

د- **تفضيلات المساهمين الحاليين:** تلعب تفضيلات المساهمين الحاليين للشركة دورا في تحديد سياسة توزيع الأرباح ففي الشركات التي تنحصر ملكيتها في مجموعة صغيرة من الأفراد يكون هنالك اتجاه واضح نحو احتجاز نسبة عالية من الأرباح وتوزيع نسبة صغيرة على المساهمين، بالمقابل في الشركات ذات الملكية الواسعة أو الشركات ذات الملكية الأجنبية أو الشركات الحكومية التي تم عرضها للبيع للقطاع الخاص "الخصخصة" وقام بشراء حصة كبيرة فيها المستثمرون الأجانب فإن هؤلاء يفضلون الحصول على توزيعات نقدية عالية.

هـ- **توفر السيولة:** يتطلب توزيع الأرباح على المساهمين توفر السيولة النقدية الكافية لدى الشركة فقد تكون الشركة رابحة بالفعل وحققت أرباح وفيرة خلال السنوات السابقة ولكن نظرا لاحتجاز هذه الأرباح واستعمالها لتمويل وتوسعة العمليات التشغيلية للشركة فإنه لا تتوفر السيولة الكافية لدى الشركة لتوزيع أرباح عالية من المساهمين. وبالتالي فإن توفر السيولة لدى الشركة يلعب دور في تحديد سياسة توزيع الأرباح لدى الشركة.

العوامل المؤثرة في كفاءة الشركة بالتصرف بأرباحها:

هناك مجموعة من العوامل التي تؤثر في كفاءة وفاعلية استراتيجية المنشأة بشأن التصرف بأرباحها هي:

- الشروط التعاقدية
- التشريعات القانونية

- توفر النقد
- التشريعات الضريبية
- كلفة إصدار أسهم جديدة
- مرونة هيكل رأس المال
- رغبة حملة الأسهم بالحصول على الأرباح
- استقرارية أرباح الشركة
- معدلات النمو (الميداني، 2004، ص645).

2-9 أشكال عوائد الأوراق المالية: تأخذ عوائد الأصول المالية ثلاثة أشكال هي:

أ- توزيعات الأرباح Dividends: فإذا كانت هذه التوزيعات لسهم فحامل هذا السهم يصبح شريك في الشركة المصدرة له وهو أحد مالكيها وحقه جزء من حقوق المساهمين.

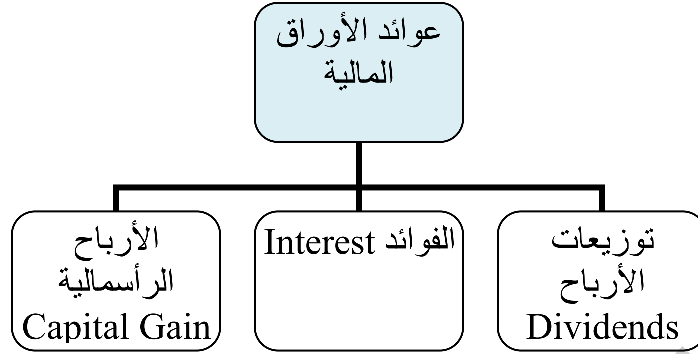
ب- الفوائد Interest: فإذا كانت الفوائد لأموال اقتراض (أداة دين) كالسند فإن حامل السند هو مقرض للشركة المصدرة لهذه السندات وبالتالي فحامل السند يحق له الحصول على الفائدة المتفق عليها من الشركة المقترضة.

ج- الأرباح الرأسمالية Capital gains: وتنتج عادة عن إعادة بيع الأصول المالية فإذا باع حامل السهم أو حامل السند الأصل بسعر يزيد عن سعر الشراء يكون قد حقق ربحاً رأسمالياً، وفي حالة بيع هذا الأصل بسعر يقل عن سعر الشراء ولم يحصل حامله على أرباح موزعة خلال فترة احتفاظه بهذا الأصل أو كانت الأرباح الموزعة أقل من الفرق بين سعر الشراء وسعر البيع فإنه بذلك يكون قد حقق خسائر رأسمالية (موسى وآخرون، 2012، ص80).

الشكل رقم (2-1) يلخص أنواع عوائد الأوراق المالية.

الشكل رقم (2-1)

أنواع عوائد الأوراق المالية



المصدر: إعداد الباحث

2-10 تعريف وخصائص الأسهم:

تعتبر الأسهم بنوعيتها العادية والممتازة أحد أهم مصادر تمويل رأس المال في الشركات المساهمة ويمكن تعريف السهم على أنه أداة ملكية يتمتع حاملها ببعض الحقوق مثل حق انتخاب مجلس الإدارة والمساهمة في أرباح وموجودات الشركة وبعض الحقوق الأخرى التي تميزه عن أدوات الملكية الأخرى (Weygandt, *et. al.,* 2012, p598).

خصائص الأسهم:

ومن أهم خصائص السهم ما يلي:

أ- يتمتع حمال السهم بحق انتخاب مجلس الإدارة والتصويت على الأمور والأحداث المتعلقة بالمساهمين.

ب- يتمتع المساهمون بالمشاركة في أرباح الشركة من خلال حقهم في توزيعات الأرباح التي توزعها الشركة.

ج- حق الحفاظ على نفس نسبة الملكية عندما تقوم الشركة بإصدار أسهم جديدة أو ما يسمى بحق الشفعة Preemptive Right.

د- يتمتع حامل الأسهم بحق المشاركة في أصول الشركة حسب نسبة الملكية التي يملكها المساهم وذلك عندما تقوم الشركة بالتصفية Liquidation وهذا الحق يعرف بـِ Residual Claim أو الحق المتبقي بعد سداد الالتزامات والمقصود بهذا المصطلح بأن المساهم يأخذ حصته من أصول الشركة بالنسبة التي يساهم بها بعد قيام الشركة بسداد ودفع جميع الالتزامات التي تتحملها الشركة (Weygandt, *et. al.,* 2012, p599).

2-11 أنواع الأسهم:

تقسم أسهم الشركة إلى نوعين:

- **الأسهم العادية Common Stocks:**

هو حصة معينة في ملكية شركة ما يحق لصاحبها المشاركة في أرباح وإدارة الشركة ويحصل حملة الأسهم على الأرباح الموزعة بعد أن تقوم الشركة بتسديد التزاماتها تجاه المقرضين. وتصدر الأسهم عن الشركات المساهمة العامة وتكون لكل سهم نفس القيمة والحقوق والواجبات، كما تعتبر الأسهم العادية المصدر الرئيس للتمويل وتكوين رأس المال وخاصة في مرحلة التأسيس حيث يتم تقسيم رأس المال إلى حصص متساوية (أسهم) ويتم طرحها للجمهور للاكتتاب إما مرة واحدة أو طرح جزء مع الاحتفاظ بالباقي ليتم طرحه لاحقاً، ويتكون رأسمال الشركة من عدد معين من الأسهم يشكل ما يسمى رأس المال المصرح به Authorized Capital ويتم طرح رأس المال المصرح به إما جميعه أو بعضه عند تأسيس الشركة وتسمى الأسهم المباعة في هذه الحالة بالأسهم المصدرة Outstanding stocks إلا أنه في نهاية الأمر تصبح الأسهم المصرح بها أسهماً مصدرة ومباعة؛ أما بالنسبة لقيمة السهم العادي فقد تتغير تبعاً لظروف الشركة المالية وللظروف الاقتصادية عامة (موسى وآخرون، 2012، ص62-64).

هناك العديد من المصطلحات المرادفة لقيمة الأسهم العادية:

1. القيمة الاسمية Par Value:

وهي تمثل القيمة المثبتة في شهادة الإصدار الأولي للسهم وتكون محددة حسب أحكام قانون الشركات المطبق عليها في بلد الإصدار، وقد حدد القانون الأردني للشركات القيمة الاسمية للسهم الواحد بدينار واحد.

2. القيمة السوقية Market Value:

وهي قيمة تداول السهم في سوق الأوراق المالية وهي تتحرك صعوداً أو هبوطاً حسب عوامل الطلب والعرض على هذا السهم، وتلعب الظروف الاقتصادية (تضخم أو كساد أو استقرار) ونتائج أعمال الشركة والمضاربات وسمعة الشركة في السوق دوراً في التأثير على سعر السهم.

3. القيمة الدفترية Book Value:

وهي قيمة السهم حسب البيانات المالية للشركة نتيجة أعمالها، وهي مؤشر على متانة المركز المالي للشركة ونمو هذه القيمة وارتفاعها هو مؤشر على قدرة الشركة على التوسع والاستمرار، تمثل القيمة الدفترية حصة السهم الواحد من موجودات الشركة بعد تسديد كافة الالتزامات المستحقة على الشركة ويتم الوصول إلى القيمة الدفترية من خلال قسمة حقوق الملكية على عدد الأسهم المصدرة.

القيمة الدفترية للسهم= حقوق الملكية / عدد الأسهم العادية

4. قيمة تصفية السهم Liquidation Value:

تمثل قيمة التصفية القيمة التي يتوقع المساهم من خلالها الحصول عليها عند تصفية الشركة، أي بعبارة أخرى نصيب السهم من قيمة موجودات الشركة بعد التصفية وتسديد حقوق الدائنين، ويتم احتساب هذه النسبة على النحو التالي:

قيمة السهم عند التصفية= قيمة حصيلة بيع موجودات الشركة– الالتزامات المدفوعة للدائنين

عدد الأسهم العادية

5. قيمة السهم حسب العائد Return value:

وهي القيمة التي يكون المستثمر على استعداد لدفعها مقابل حيازته للسهم الذي يعطيه العائد الذي يتطلع إليه.

قيمة السهم حسب العائد= القيمة الاسمية X نسبة توزيع الأرباح

معدل العائد الذي يطلبه المستثمر

(الزبون،2010، ص132-133).

الأسهم الممتازة Preferred Stocks:

تعتبر الأسهم الممتازة من مصادر التمويل طويلة الأجل، يكون للأسهم الممتازة قيمة اسمية وسوقية، يحصل حملة الأسهم الممتازة على الربح نتيجة منحه هذا الحق في كوبون الإصدار، ويكون مقدار الربح نسبة مئوية ثابتة من القيمة الاسمية للسهم الممتاز، ويكون لحملة الأسهم الممتازة الأولوية في الحصول على قيمة هذه النسبة من الأرباح قبل حملة الأسهم العادية، ويكون لحامل السهم الممتازة الأولوية في الحصول على نصيبه من قيمة الأسهم عند التصفية على حملة الأسهم العادية، ويعتبر السهم الممتاز أداة مالية تجمع خصائص السهم العادي والسندات حيث تتشابه الأسهم الممتازة مع السندات من حيث وجود نسبة ثابتة من العوائد يتقاضها حملة هذه الأسهم وهو ما يشبهه العائد الكوبوني المثبت على السند، وتختلف الأسهم

الممتازة عن السندات من حيث وجود تاريخ استحقاق للسندات في حين لا يوجد تاريخ استحقاق للأسهم الممتازة، كما أن الشركة ملزمة بتسديد العائد الكوبوني على السند في تاريخ الاستحقاق، في حين تستطيع الشركة إذا لم تحقق الأرباح الكافية تأجيل دفع العائد على الأسهم الممتازة إلى سنوات لاحقة، إن حملة الأسهم الممتازة لا يتمتعون بحق التصويت واختيار مجلس إدارة الشركة، ولا يحصل حامل السهم الممتاز على حصته من الأرباح إلا بعد أن تحقق الشركة الأرباح وتقرر توزيعها، ويحصل حامل الأسهم الممتازة على الربح قبل حملة الأسهم العادية، وكذلك له حق الأولوية بأخذ حصته من أصول الشركة بالنسبة التي يملكها في حال تصفية الشركة (Weygandt, *et. al.,* 2012, p610-611).

2-12 أنواع الأسعار التي تعلن عنها البورصة:

يتم الإعلان في البورصة عن الأسعار الآتية:

1. سعر الافتتاح: وهو أول سعر يحدد للورقة المعينة بعد افتتاح البورصة.
2. أعلى سعر للورقة المالية.
3. أدنى سعر للورقة المالية.
4. سعر الإقفال: وهو آخر سعر في جلسة البورصة يسجل للورقة المالية المعينة.

إن وقوف المستثمر على هذه الأسعار، ومعرفة كيفية أخذ متوسط الأسعار وحساب الاتجاه العام لتطور السعر يساعده على اتخاذ قرار الاستثمار بشكل سليم، ويمكن أن يقف على مؤشر تطور سعر الورقة المالية من خلال جداول الأسعار والرسومات البيانية في إظهار تطور سعر السهم خلال فترة زمنية محددة (شراب، 2006، ص63).

2-13 أنواع العوائد:

هناك عدة أنواع وتسميات للعوائد ومنها ما يلي:

1. **العائد الفعلي Actual Return**: وهي العوائد التي يحققها المستثمر فعلاً نتيجة لاقتنائه أو بيعه لتلك الأداة الاستثمارية، وبالتالي فالعوائد هنا إما تكون عوائد جارية أو عوائد رأسمالية أو الاثنين معاً (موسى وآخرون، 2012، ص80).
2. **العائد المتوقع Expected Return**: ويمثل القيمة المتوقعة للعوائد المحتمل حدوثها عند الاستثمار في المشروع ويتم حسابه كما يلي:

العائد المتوقع (ER): = ΣR Pr

حيث أن: R هي العائد، Pr هو احتمال حدوثه.

3. **العائد المطلوب Required return**: وهو العائد الذي يرغب المستثمر في الحصول عليه والذي يتناسب مع مستوى المخاطر التي يتعرض لها المستثمر (موسى وآخرون، 2012، ص91-92).

عوائد الأسهم العادية:

يمكن قياس عوائد الأسهم العادية من خلال المقاييس التالية:

1) **نصيب السهم العادي من الأرباح المحققة (Earning Per Share)**. ويحسب كما يلي:

$$EPS = \frac{\text{صافي الأرباح الخاصة بالأسهم العادية}}{\text{عدد الأسهم العادية}}$$

نصيب السهم العادي من الأرباح الموزعة. ويحسب كما يلي:

$$DPS = \frac{\text{الأرباح الموزعة على المساهمين العاديين}}{\text{عدد الأسهم العادية}}$$

وعندما تقوم الشركة بتوزيع كامل الأرباح المحققة فإن نصيب السهم من الأرباح الموزعة يتساوى مع نصيب السهم من الأرباح المحققة أي أن EPS=DPS، لكن بالغالب فإن الشركة تقوم باحتجاز جزء من الأرباح على شكل احتياطات اختيارية وإجبارية وتقوم بعدها بتوزيع المتبقي.

2) **الريع الجاري للسهم (Current Yield)**: ويتم قياسه بناءً على القيمة السوقية وليس القيمة الاسمية وذلك كما يلي:

الريع الجاري للسهم = $\frac{\text{نصيب السهم العادي من الأرباح الموزعة}}{\text{القيمة السوقية للسهم}}$ X 100

3) **الريع لفترة الاقتناء (Holding Period Yield)**: وهو العائد الذي يحصل عليه المستثمر مقابل اقتنائه لهذا السهم ويتكون من مجموع العوائد الجارية والعوائد الرأسمالية ويحسب كما يلي:

HPY= $\frac{\text{سعر البيع – سعر الشراء– الأرباح المقبوضة خلال الفترة}}{\text{سعر الشراء}}$ X 100

(موسى وآخرون، 2012، ص88-91).

الفصل الثالث

الدراسات السابقة

3-1 تمهيد

3-2 الدراسات العربية

3-3 الدراسات الأجنبية

3-4 ما يميز هذه الدراسة عن الدراسات السابقة

3-5 فرضيات الدراسة

الفصل الثالث

الدراسات السابقة

3-1 تمهيد:

تم مراجعة العديد من الدراسات التي لها صلة بموضوع الدراسة والتي درست العلاقة بين الأرباح الموزعة وعوائد الأسهم والتي أيضاً درست أثر العديد من خصائص الشركة على العلاقة بين التوزيعات وعوائد الأسهم سواء أكان ذلك على المستوى المحلي أو على المستوى العالمي، حيث رتبت هذه الدراسات وفقاً للتسلسل الزمني كما تم فصل الدراسات العربية عن الدراسات الإنجليزية كما يلي:

3-2 الدراسات العربية:

1. دراسة نور، (2003) بعنوان "العلاقة بين توزيعات الأرباح والعوائد السوقية غير العادية للأسهم ومدى تأثرها بربحية الشركة وحجمها ودرجة مخاطرتها اللانظامية: دراسة ميدانية مقارنة بين الشركات المساهمة العامة العراقية والأردنية".

هدفت هذه الدراسة إلى قياس العلاقة بين توزيعات الأرباح والعوائد السوقية غير العادية للشركات المدرجة أسهمها في بورصة عمان للأوراق المالية وبورصة بغداد للأوراق المالية ومدى تأثرها بربحية الشركة وحجمها ودرجة مخاطرتها اللانظامية، ولتحقيق أهداف الدراسة تم أخذ 69 شركة مساهمة مدرجة في كل من بورصة بغداد وعمان للأوراق المالية مكونة عينة الدراسة خلال الفترة الزمنية الممتدة بين 1995-2001 موزعة على السوقين وعلى ثلاثة قطاعات مختارة هي قطاع الصناعة والزراعة والخدمات حيث تم الاعتماد على اختبار t-test للفروقات الإحصائية ومعامل ارتباط كاندال الذي يقيس العلاقة أو الارتباط بين المتغيرين محولين إلى رتب.

وقد أظهرت نتائج الدراسة قبول الفرضية الأولى للدراسة إذ يبين معامل ارتباط كاندال وجود علاقة معنوية بين المتغيرين (التوزيعات للأرباح والعوائد الغير عادية للأسهم) ولجميع سنوات الدراسة مما يعني أن أسعار الأسهم في كل من السوقين لا ترتبط بكمية الأسهم المتداولة في السوق وإنما تتحدد على أساس مجموعة من العوامل أهمها توزيعات الأرباح، كما بينت نتائج التحليل لأثر المخاطرة اللانظامية للشركة على العلاقة بين توزيعات الأرباح والعوائد السوقية غير العادية للأسهم المتداولة في السوقين بأن لهذا المتغير أثرا على تلك العلاقة.

2. دراسة شراب، (2006) بعنوان "اثر الإعلان عن توزيعات الأرباح على أسعار أسهم الشركات المدرجة في سوق فلسطين للأوراق المالية -دراسة تطبيقية-".

هدفت هذه الدراسة إلى معرفة أثر كل من صافي الأرباح، والأرباح النقدية الموزعة، والأرباح المحتجزة، والأسهم العينية، وتاريخ الإعلان عن توزيع الأرباح النقدي على أسعار الأسهم.

وقد تكون مجتمع وعينة الدراسة من جميع الشركات المدرجة في سوق فلسطين للأوراق المالية وعددها 28 شركة وذلك عن طريق استخدام أسلوب المسح الشامل، وقد غطت الدراسة الفترة من 1997-2005.

تم الاعتماد في منهج هذه الدراسة على عدة ركائز وتشمل الأسلوب المستخدم والأدوات الرياضية التي تقيس صحة الفرضيات ومصادر البيانات والمعلومات، فقد تم استخدام الأسلوب الوصفي التحليلي الرقمي، وتم استخدم نموذج الانحدار المتعدد حيث تم قياس تأثير كل متغير مستقل على المتغيرات التابعة (سعر وحجم وقيم تداول السهم في السوق).

وخلصت هذه الدراسة إلى عدة نتائج كان أهمها: أن نصيب السهم من الأرباح يؤثر على سعر السهم السوقي، وتأثير نصيب السهم من الأرباح النقدية الموزعة أكبر من تأثير

نصيب السهم من الأرباح المحتجزة على كلٍ من سعر وقيم تداول السهم في السوق، ونصيب السهم من صافي الربح يفوق التغير في السعر السوقي له.

3. دراسة البراجنة، (2009) بعنوان "اختبار العلاقة بين توزيع الأرباح وكل من القيمة السوقية والدفترية للأسهم المتداولة في سوق فلسطين للأوراق المالية".

هدفت هذه الدراسة إلى معرفة أثر التوزيعات على القيمة السوقية والقيمة الدفترية للأسهم المتداولة في سوق فلسطين للأوراق المالية وما مدى استجابة وتأثر كل من القيمة الدفترية والسوقية للأسهم بقيمة الأرباح المعلن عن توزيعها، وهل الإقبال على تداول الأسهم يؤثر على كل من القيمة السوقية والدفترية للأسهم المتداولة، وما مدى تأثير سياسة احتجاز الأرباح على كل من القيمة الدفترية والسوقية للسهم، وإذا ما كانت الشركات العاملة في سوق فلسطين تتبع سياسة توزيع الأرباح.

وقد استخدم الباحث المنهج الوصفي التحليلي باستخدام أسلوب التحليل للقوائم المالية للشركات العاملة في سوق فلسطين للأوراق المالية والتي تم الإفصاح عنها في هذه القوائم. وقد تم استخدام تحليل الانحدار البسيط بين المتغير التابع والمتغير المستقل من أجل اختبار العلاقة بين المتغيرين ومن أجل أن يبين نوع العلاقة إن وجدت من حيث درجة قوتها ونوعها (ضعيفة أو متوسطة أو قوية) ونوع العلاقة هل هي (عكسية أو طردية).

تمثلت عينة الدراسة بِـ 34 شركة مدرجة في سوق فلسطين للأوراق المالية، وهي تندرج تحت 5 قطاعات: الاستثمار والصناعة والخدمات والتأمين والبنوك، وقد قام الباحث بجمع البيانات عن طريق القوائم المالية لشركات العينة التي تم الإفصاح عنها رسمياً خلال الأعوام الثمانية الأخيرة والتي انحصرت للفترة الزمنية بين 2000-2008.

وقد توصلت هذه الدراسة إلى أنه توجد علاقة بين كل من معدل توزيع الأرباح والقيمة السوقية للأسهم المتداولة في سوق فلسطين للأوراق المالية، وأنه لا توجد علاقة بين كل من معدل توزيع الأرباح والقيمة الدفترية للأسهم المتداولة في سوق فلسطين للأوراق المالية، وتوجد علاقة بين كل من صافي التدفقات النقدية والقيمة السوقية للأسهم المتداولة في سوق فلسطين للأوراق المالية، ولا توجد علاقة بين كل من ارتفاع القيمة السوقية وارتفاع القيمة الدفترية للأسهم المتداولة في سوق فلسطين للأوراق المالية وتوجد علاقة بين كل من كمية الأسهم المتداولة والقيمة السوقية للأسهم المتداولة في سوق فلسطين للأوراق المالية.

4. دراسة شبيطة وحداد، (2010) بعنوان "تأثير المخاطرة النظامية وحجم الشركة ونوع القطاع على العلاقة بين توزيعات الأرباح وعوائد الأسهم –دراسة تطبيقية على بورصة عمان".

هدفت هذه الدراسة إلى قياس العلاقة بين توزيعات الأرباح وعوائد الأسهم المدرجة في بورصة عمان للأوراق المالية، ومدى تأثرها بدرجة المخاطر النظامية للشركة وحجمها ونوع القطاع الذي تنتمي إليه الشركة.

وكانت عينة الدراسة مكونة من 55 شركة مساهمة مدرجة في سوق عمان المالي موزعة على قطاعي الصناعة والخدمات خلال الفترة 1996-2005.

وتم استخدام نموذج قياسي من أجل تحقيق أهداف الدراسة، ليقيس أثر المتغيرات المستقلة مجتمعة (عائد السوق وبيتا السهم "المخاطرة النظامية" وحجم الشركة والقطاع الذي تنتمي إليه الشركة) على العلاقة بين التوزيعات الأرباح وعائد السهم، وقد تم فحص هذه العلاقة باستخدام تحليل الانحدار المتعدد.

وقد أظهرت نتائج الدراسة وجود علاقة ذات دلالة إحصائية بين الأرباح الموزعة وعوائد الأسهم في قطاع الصناعة فقط، كما بينت نتائج الدراسة عدم وجود أثر للمخاطرة النظامية للشركة على العلاقة بين الأرباح الموزعة وعوائد الأسهم، وتوصلت الدراسة إلى عدم وجود أثر لحجم الشركة على العلاقة بين الأرباح الموزعة وعوائد الأسهم.

5. دراسة دادن وبديدة، (2012) بعنوان "تأثير سياسة توزيع الأرباح على قيمة المؤسسات المسعرة -حالة المؤشرCAC40 خلال الفترة الممتدة ما بين 2007 و2009-".

هدفت هذه الدراسة إلى التعرف على مدى تأثير سياسة توزيع الأرباح على قيمة المؤسسات المسعرة حالة المؤشر CAC40 (وهي عبارة عن اختصار لنظام إلكتروني مستخدم في بورصة باريس **C**otation **A**ssistée en **C**ontinu) إذ أن هذا المؤشر يوفر الاستمرار ويعطي فكرة عن تطورات واتجاهات السوق.

وأوضحت الدراسة أنه هناك طريقتين لحساب المؤشر وهما طريقة الحساب المرجح بالرسلمة البورصية وطريقة الحساب على قاعدة التعويم الحر، وقد تناولت الدراسة محورين أساسيين: دراسة تأثير سياسة توزيع الأرباح (التوزيعات النقدية وإعادة شراء الأسهم وربحية السهم)على قيمة المؤسسة، عن طريق الدراسة الاختبارية بالاستعانة بنموذج الانحدار الخطي المتعدد والبسيط لاختبار العلاقة بين المتغير التابع (سعر السهم) والمتغيرات المستقلة (توزيعات الأرباح وربحية السهم وإعادة شراء السهم)، وكذلك دراسة تأثير المحتوى الإعلامي لهذه السياسة على المؤسسات من خلال دراسة الحدث.

وقد طبقت الدراسة على عينة ممثلة بمجموعة من 40 شركة فرنسية تدعى أعوان "وكلاء" الصرف Compagnie des agents en de change والمنتمية للمؤشر CAC40 خلال الفترة بين (2007-2009).

وقد توصلت نتائج تحليل البيانات لهذه الدراسة أن هناك تأثير لسياسة التوزيعات النقدية على قيمة المؤسسة، بينما لا توجد علاقة خطية بين كل من إعادة شراء الأسهم وربحية السهم على القيمة، هذا بالإضافة إلى عدم وجود تأثير للمحتوى الإعلامي لهذه السياسة على قيمة مؤسسات المؤشر CAC40.

3-3 الدراسات الأجنبية:

1. دراسة (Kandir, 2008) بعنوان:

"**Macroeconomic Variables, Firm Characteristics and Stock Returns: Evidence from Turkey**".

هدفت هذه الدراسة إلى إيجاد العلاقة بين العوامل الاقتصادية الكلية والجزئية والعوائد للأسهم المدرجة في بورصة اسطنبول. تم عمل وتطوير نموذج للعوامل الاقتصادية المستخدمة في الدراسة وهي: مؤشر معدل نمو الناتج الصناعي ومؤشر التغير في أسعار المستهلك ومعدل النمو للعرض النقدي والتغير في سعر الصرف ونسبة الفائدة ومعدل النمو الدولي لسعر النفط والخام ومؤشر العائد على حقوق الملكية لمورغان ستانلي ("MSIC" Morgan Stanley Capital International).

استخدمت هذه الدراسة البيانات لكل الشركات غير المالية المدرجة في بورصة اسطنبول للأوراق المالية ISE وقد غطت الدراسة الفترة ما بين 1997-2005، وقد بنت الدراسة تحليلها على أساس المحفظة المالية Portfolio وليس أسهم منفردة Single، وتم بناء المحفظة المالية على أربعة معايير وهي: القيمة السوقية لحقوق الملكية ومعدل القيمة الدفترية إلى القيمة السوقية لحقوق الملكية ومعدل العائد إلى السعر لحقوق الملكية ونسب الرافعة المالية، وكان مجموع المحافظ المالية 12 محفظة نتجت من أربعة معايير مختلفة بثلاثة محافظ.

تم استخدام نموذج انحدار متعدد لاختبار العلاقة بين عوائد الأسهم للمحفظة المالية والعوامل الاقتصادية، وقد تم كانت العوامل الاقتصادية الكلية السبعة تمثل المتغيرات المستقلة بينما عوائد أسهم المحفظة المالية تمثل المتغير التابع، وقد أظهرت النتائج أن معدل الصرف ومعدل الفائدة وعائد السوق العالمي تؤثر على كل العوائد للمحفظة وتم تفسير ذلك بسبب زيادة السياحة والتجارة الأجنبية في تركيا في السنوات الأخيرة، بينما معدل التضخم مهم فقط لثلاثة من أصل اثني عشرة محفظة، من ناحية أخرى فإن الناتج الصناعي والعرض النقدي وسعر النفط لا تظهر بأنها تملك أي تأثير مهم على عوائد الأسهم.

2. دراسة (Khan, 2009) بعنوان:

"Determinants of Share Price Movements in Bangladesh: Dividends and Retained Earnings":

هدفت هذه الدراسة إلى معرفة الأهمية النسبية لأرباح الأسهم الموزعة والمحتجزة ومحددات أخرى في تفسير أسعار الأسهم في بنغلادش للشركات المرتبطة ببورصة دكا للأوراق المالية(DSE), كما هدفت هذه الدراسة إلى دراسة العوامل المحددة لسعر السهم السوقي ودراسة علاقاتها مع السعر السوقي للأسهم العامة المتداولة في بورصة داكا(DSE).

كانت عينة الدراسة مكونة من 96 شركة مساهمة من جميع القطاعات مأخوذة بشكل عشوائي، تم تطوير نماذج لدراسة العلاقات بين سعر السهم والمتغيرات المالية المختلفة. وقد تم جمع البيانات للشركات المختارة المدرجة في بورصة دكا عن الفترة من 2000-2006 من التقارير السنوية للشركات المعنية. وكانت طريقة التحليل للبيانات عن طريق نماذج الانحدار المتعدد(multiple regression).

وأوضحت نتائج هذه الدراسة أن الأرباح الموزعة والمحتجزة والمحددات الأخرى لها علاقة مع السعر السوقي للسهم، كما أشارت النتائج أيضا إلى أن الأثر العام لتوزيع الأرباح على أسعار الأسهم هو أفضل نسبيا من احتجاز الأرباح، وأن توزيعات الأرباح المتوقعة تلعب دورا هاما في تحديد أسعار الأسهم بغض النظر عن المحددات.

3. دراسة (Martani, *et. al.,* 2009) بعنوان:

"**The Effect of Financial Ratios, Firm Size, and Cash Flow from Operating Activities in the Interim Report to the Stock Return**".

هدفت هذه الدراسة إلى دراسة أثر النسب المالية وحجم الشركة والتدفقات النقدية من العمليات التشغيلية على عوائد السهم، استخدمت هذه الدراسة العائد المتراكم غير الطبيعي (والذي يساوي العائد المتوقع للأسهم مطروحة من عوائد الأسهم) والعائد السوقي المتراكم المعدل (والذي يساوي العوائد السوقية مطروحة من عوائد الأسهم) للتعبير عن متغير عائد السهم.

تكونت عينة الدراسة من الشركات الصناعية التحويلية المتداولة أسهمها والمدرجة في بورصة اندونيسيا للأوراق المالية (Jakarta Stock Exchange (JSE، وتم تغطية الفترة ما بين 2003 إلى 2006.

تم تصميم نموذج انحدار متعدد لاختبار العلاقة بين المتغير التابع (عائد السهم ممثلاً بمتغيرين هما العائد المتراكم غير الطبيعي والعائد السوقي المتراكم المعدل)، والمتغيرات المستقلة (النسب المالية وحجم الشركة والتدفقات النقدية من النشاطات التشغيلية).

أظهرت نتائج التحليل أن كلاً من نسب السوق ونسبة دوران الأصول والربحية تملك تأثير مهم على متغير عائد السهم ممثلاً بالمتغيرين أي أن الأثر يكون على المتغيرين معاً، بينما باقي المتغيرات المستقلة لا تملك تأثير مهم على عائد السهم كنسب السيولة.

4. دراسة (Rafailov & Trifonova, 2011) بعنوان:

"**The Effect of Firm Characteristics on Dividend Decisions of Bulgarian Companies**".

هدفت هذه الدراسة إلى معرفة طبيعة العلاقة بين خصائص الشركة وبين قرار وسياسة توزيع الأرباح في الشركات البلغارية. وقد كانت عينة الدراسة مكونة من 312 شركة غير مالية مدرجة في بورصة بلغاريا للأوراق المالية، وقد غطت الدراسة الفترة ما بين 2003-2009، ضمت هذه الدراسة خصائص الشركة ممثلة بالضريبة Taxation والربحية Profitability و معدل دوران الأصولTurnover Assets وحجم الشركة Size والرافعة المالية Leverage وقوة البنك Bank Power والنقد المتوفر Cash Holdings والنمو وفرص الاستثمار Growth and Investment Opportunity وسيولة السهم Share Liquidity و نمط الحياة Life Cycle وأصل المالكين Origin of Owners ونوع المالكين Type of Owners وتركيز الملكية Owners Concentration.

تم تصميم نموذج انحدار متعدد منطقي لتفسير العلاقة بين المتغير المستقل الذي هو خصائص الشركة التي تم ذكرها سابقاً و المتغير التابع الذي هو سياسة توزيع الأرباح. وقد أظهرت نتائج هذه الدراسة أن خصائص الشركة متمثلة بالضرائب ونمط الحياة وأصل المالك ونوع المالك لا تملك تأثير مهم على قرار وسياسة توزيع الأرباح، بينما باقي الخصائص تملك تأثير مهم على سياسة توزيع الأرباح.

5. دراسة (Sommro, *et. al.,* 2011) بعنوان:

"**Stock Market Cycles Generation of Non-Financial Companies in Pakistan**".

هدفت هذه الدراسة إلى معرفة قوى العرض والطلب والفرق بين دورات السوق التجارية وسوق الأوراق المالية، كما هدفت هذه الدراسة إلى معرفة أثر التغير في التوزيعات وأثر الأرباح المحتجزة ونسبة الدين والمبيعات وصافي التدفقات النقدية وعدد الأسهم على سعر السهم.

تم تجميع المعلومات الخاصة بأهداف الدراسة من 71 شركة غير ربحية مدرجة في بورصة كراتشي KSE لسنة 2010 (تم أخذ بيانات مقطعية للسنة cross sectional data).

تم تطوير نموذج خطي لوغاريتمي من أجل قياس متغيرات الدراسة المستقلة وأثرها على المتغير التابع (أثر التغير في التوزيعات والأرباح المحتجزة ونسبة الدين والمبيعات وصافي التدفقات النقدية وعدد الأسهم على سعر السهم).

أظهرت نتائج هذه الدراسة بأن كل المتغيرات المستقلة تملك علاقة ايجابية مع سعر السهم باستثناء متغير نسبة الدين فإن تأثيره يعتمد على مستوى الدين الذي تملكه الشركة، حيث إذا كانت الشركة تملك نسبة دين أكثر من المستوى الأمثل (optimal level)؛ فإن العلاقة بين نسبة الدين وسعر السهم هي علاقة سلبية وعادة تقود إلى الإفلاس، بينما إذا كانت نسبة الدين ضمن الحد الطبيعي فإن العلاقة بين نسبة الدين وسعر السهم تكون ايجابية.

6. دراسة (Habib, *et. al.*, 2012) بعنوان:

"**Dividend Policy and Share Price Volatility: Evidence from Pakistan**".

هدفت هذه الدراسة إلى اختبار العلاقة بين سياسة توزيع الأرباح وتذبذب أسعار الأسهم في سوق باكستان المالي. وقد تمثلت عينة الدراسة من الشركات غير المالية المدرجة في بورصة كاراتشي الباكستانية.

تم تصميم نموذج انحدار مقطعي (cross-sectional regression) لاختبار العلاقة بين المتغيرات التابعة المتمثلة بتذبذب أسعار الأسهم "share price volatility" وبين المتغيرات المستقلة المتمثلة الأرباح الموزعة dividend yield ونسبة التوزيع payout ratio، كما تم إدخال بعض المتغيرات الخارجية control variable (حجم الشركة size ونسبة النمو growth ونسبة الدين debt ونسبة تذبذب الأرباح earning volatility) للتأثير على العلاقة بين المتغيرات المستقلة والثابتة.

أظهرت نتائج هذه الدراسة أن هناك علاقة طردية بين تذبذب أسعار الأسهم وريع التوزيعات، وأن هناك علاقة عكسية بين تذبذب أسعار الأسهم ونسبة التوزيع، وقد بينت النتائج أن حجم الشركة والتذبذب في الأرباح لها علاقة عكسية مع أسعار الأسهم بينما نسبة النمو ونسبة الدين لها علاقة طردية مع أسعار الأسهم.

7. دراسة (Hashemi & Zadeh, 2012) بعنوان:

"**The Impact of Financial Leverage Operating Cash Flow and Size of Company on the Dividend Policy (Case Study of Iran)**".

هدفت هذه الدراسة إلى معرفة أثر الرافعة المالية والتدفق النقدي من العمليات التشغيلية وحجم الشركة على سياسة توزيع الأرباح في الشركات المدرجة في بورصة طهران للأوراق المالية.

وقد تم استخدام نموذج الانحدار المتعدد لاختبار العلاقة بين المتغيرات التابعة (سياسة توزيع الأرباح) والمتغيرات المستقلة (الرافعة المالية والتدفق النقدي من العمليات التشغيلية وحجم الشركة) والفرضيات الإحصائية. وتكونت عينة الدراسة من 74 شركة مدرجة في بورصة عمان تم أخذها باستخدام طريقة الحذف المنتظم، تم تغطية الفترة بين 2003-2010.

أظهرت النتائج لتحليل البيانات أن هناك علاقة عكسية بين متغير الرافعة المالية وبين سياسة توزيع الأرباح، كما أن هناك علاقة طردية بين حجم الشركة وبين التدفق النقدي من العمليات التشغيلية وبين سياسة توزيع الأرباح للشركات المدرجة في بورصة طهران.

8. دراسة (Kangarlouei, *et. al.,* 2012) بعنوان:

"The Investigation of the Relationship Between Dividend Policies, Cash-Flow Uncertainty, Contributed Capital Mix and Investment Opportunities: The Case of Emerging Markets".

هدفت هذه الدراسة إلى دراسة العلاقة بين كل من المتغيرات المستقلة المتمثلة بالتدفقات النقدية المحتملة ومزيج رأس المال المساهم به وفرص الاستثمار وبين سياسات توزيع الأرباح في سوق طهران للأوراق المالية (TSE).

بلغت عينة الدراسة 92 شركة تم اختيارها باستخدام طريقة الحذف المنتظم systematic elimination method، وقد تم تغطية الفترة ما بين 2006-2010، وتم تصميم نموذج لاختبار العلاقة بين المتغيرات التابعة والمستقلة للدراسة، كما تم إدخال بعض المتغيرات الخارجية control variable وهي حجم الشركة والنقد ونسبة العائد على إجمالي الأصول، تم تحليل البيانات لاختبار فرضيات الدراسة باستخدام SPSS من خلال برامج الإحصاء الوصفي والاستدلالي.

أظهرت نتائج التحليل للبيانات أن هناك علاقة سلبية ذات دلالة إحصائية مهمة بين سياسة توزيع الأرباح، والتدفق النقدي المحتمل وفرص الاستثمار، كما أظهرت أن هناك علاقة إيجابية مهمة إحصائياً بين سياسة توزيع الأرباح ومزيج رأس المال المساهم به، كما تم قبول أثر

المتغيرات الخارجية (حجم الشركة والنقد ونسبة العائد على إجمالي الأصول) على العلاقة بين المتغيرات التابعة والمستقلة للدراسة.

9. دراسة (Khan, 2012) بعنوان:

"**Effect of Dividends on Stock Prices –A Case of Chemical and Pharmaceutical Industry of Pakistan**".

هدفت هذه الدراسة إلى معرفة أثر الإعلان عن التوزيعات النقدية وتوزيعات الأسهم على سعر السهم للشركات الدوائية والكيميائية في الباكستان، كما هدفت الدراسة إلى معرفة أثر بعض المتغيرات وهي نسبة الاحتفاظ (Retention Ratio -RR-) ونصيب السهم من العائد (earning per share –EPS-)، ونسبة العائد إلى الملكية (return on equity -ROE-) على العلاقة بين التوزيعات وأسعار الأسهم لشركات العينة.

تم أخذ عينة مكونة من 25 شركة (KSE–100) من مؤشر سوق الباكستان المالي، كما تم تغطية الفترة الزمنية من2001 إلى2010. تم اعتماد نموذجين (الثابت والعشوائي fixed and random effect model) لقياس العلاقة بين المتغيرات المستقلة والتابعة (أثر التوزيعات النقدية وتوزيعات الأسهم ونسبة الاحتفاظ RR ونصيب السهم من العائدEPS ونسبة العائد إلى الملكية ROE على سعر السهم.

وقد توصلت الدراسة بعد التحليل أن التوزيعات النقدية وRR وROE لها علاقة ايجابية مهمة مع السعر السوقي لأسهم شركات العينة، وأن المتغيرات المستقلة تفسر التباين بسعر الأسهم لشركات العينة (الشركات الدوائية والكيميائية)، وأوضحت أيضاً أن نصيب السهم من العائد EPS وتوزيعات الأسهم يملك علاقة سلبية غير مهمة مع المتغير التابع والذي هو سعر السهم.

10. دراسة (Khan & Shah, 2012) بعنوان:

"**The Impact of Retained and Distributed Earnings on Future Profitability and Stock Returns in Pakistan**".

هدفت هذه الدراسة إلى معرفة أثر الأرباح المحتجزة والموزعة في تنبؤ الربحية المستقبلية وعوائد الأسهم في شركات العينة المأخوذة والمدرجة في البورصة الباكستانية، ومعرفة إذا كانت الأرباح المحتجزة والموزعة ممكن أن تستخدم في تنبؤ الربحية المستقبلية وعوائد الأسهم.

استخدم في هذه الدراسة معامل ارتباط بيرسون للكشف عن العلاقة بين المكونات المختلفة للأرباح، وتم استخدام نماذج الانحدار المتعدد لمعرفة العلاقة بين المتغيرات الأرباح وأثرها على الربحية المستقبلية وعوائد الأسهم، تم أخذ عينة من 100 شركة بشكل عشوائي من سبع قطاعات مختلفة المدرجة في البورصة الباكستانية (KSE بورصة كراشي)، وقد خفضت العينة إلى 86 شركة في حالة الربحية المستقبلية، وتم الاستعانة بالقوائم المالية للشركات التي تغطي الفترة من 2004 إلى 2009.

وقد أظهرت نتائج تحليل البيانات لهذه الدراسة أن الأرباح المحتجزة والتوزيعات النقدية لها أثراً إيجابياً مهماً على صافي الربح المستقبلي للشركة، كما أظهرت النتائج عدم وجود أثراً مهماً للأرباح الموزعة والمحتجزة على عوائد الأسهم لشركات العينة المأخوذة.

11. دراسة (Nahandi, *et. al.*, 2012) بعنوان:

"**Survey the Influence of Stock Liquidity on the Stock Return of Corporations Listed at the Tehran Stock Exchange**".

هدفت هذه الدراسة إلى معرفة أثر سيولة السهم على عائد السهم للشركات المدرجة في بورصة طهران للأوراق المالية.

تكونت عينة الدراسة من 89 شركة مدرجة في بورصة طهران خلال الفترة 2005-2009، كما تم عمل نموذج انحدار متعدد لاختبار العلاقة بين المتغيرات التابعة (عائد السهم) والمتغيرات المستقلة (دوران السهم و"سعر الشراء إلى سعر البيع" Bid-Ask Spread) التي تم استخدامها للتعبير عن سيولة السهم، وتم إدخال بعض المتغيرات الخارجية control variable (حجم الشركة ونسبة القيمة الدفترية إلى القيمة السوقية والرافعة المالية) للتأثير على العلاقة بين المتغيرات التابعة والمستقلة.

أظهرت نتائج هذه الدراسة أن هناك علاقة ايجابية مباشرة بين المتغيرات المستقلة لسيولة للسهم (دوران السهم و"سعر الشراء إلى سعر البيع") والمتغيرات الخارجية (حجم الشركة ونسبة القيمة الدفترية إلى القيمة السوقية والرافعة المالية) وبين عائد السهم للشركات المدرجة في بورصة طهران للأوراق المالية.

ويبين الجدول رقم (3-1) ملخص للدراسات السابقة العربية والأجنبية التي تناولت هذا الموضوع مرتبةً حسب التسلسل الزمني للدراسات العربية ثم الأجنبية كما يلي:

الجدول رقم (3-1)

تلخيص الدراسات السابقة

الباحث والسنة	بلد الدراسة	عنوان الدراسة	أهداف الدراسة	نتائج الدراسة
نور، 2003	الأردن	العلاقة بين توزيعات الأرباح والعوائد السوقية غير العادية للأسهم ومدى تأثرها بربحية الشركة وحجمها ودرجة	قياس العلاقة بين توزيعات الأرباح والعوائد السوقية غير العادية للشركات المدرجة أسهمها في	وجود علاقة بين توزيعات الأرباح وعوائد الأسهم غير العادية ولجميع سنوات الدراسة، وهناك أثر للمخاطرة اللانظامية

		مخاطرتها اللانظامية: دراسة ميدانية مقارنة بين الشركات المساهمة العامة العراقية والأردنية.	السوق المالي ومدى تأثرها بربحية الشركة وحجمها ودرجة مخاطرتها اللانظامية.	للشركة على العلاقة بين توزيعات الأرباح والعوائد السوقية غير العادية للأسهم المتداولة في السوقين.
شراب، 2006	**فلسطين**	اثر الإعلان عن توزيعات الأرباح على أسعار أسهم الشركات المدرجة في سوق فلسطين للأوراق المالية- دراسة تطبيقية-	معرفة أثر كل من صافي الأرباح والأرباح النقدية الموزعة والأرباح المحتجزة والأسهم العينية وتاريخ الإعلان عن توزيع الأرباح النقدي على إقبال المستثمرين في الأسهم في سوق فلسطين على شراء أسهم الشركات المدرجة التي تحقق أرباحاً.	إن نصيب السهم من الأرباح يؤثر على سعر السهم السوقي، وتأثير نصيب السهم من الأرباح النقدية الموزعة أكبر من تأثير نصيب السهم من الأرباح المحتجزة على كلٍ من سعر وقيم تداول السهم في السوق، ونصيب السهم من صافي الربح يفوق التغير في السعر السوقي له.
البراجنة، 2009	**فلسطين**	اختبار العلاقة بين توزيع الأرباح وكل من القيمة السوقية و الدفترية للأسهم المتداولة في سوق فلسطين للأوراق المالية	معرفة أثر التوزيعات على القيمة السوقية والقيمة الدفترية للأسهم المتداولة في السوق المالي، وما مدى تأثر كل من القيمة الدفترية والسوقية للأسهم بقيمة	توجد علاقة بين معدل توزيع الأرباح والقيمة السوقية للأسهم المتداولة في سوق فلسطين المالي، ولا توجد علاقة بين معدل توزيع الأرباح والقيمة الدفترية للأسهم،

			الأرباح المعلن عن توزيعها، وما مدى تأثير سياسة احتجاز الأرباح على كل من القيمة الدفترية والسوقية للسهم.	وتوجد علاقة بين صافي التدفقات النقدية والقيمة السوقية للأسهم وتوجد علاقة بين مقدار الأسهم المتداولة والقيمة السوقية للأسهم المتداولة.
شبيطة وحداد، 2010	**الأردن**	تأثير المخاطرة النظامية وحجم الشركة ونوع القطاع على العلاقة بين توزيعات الأرباح وعوائد الأسهم "دراسة تطبيقية على بورصة عمان	قياس العلاقة بين توزيعات الأرباح وعوائد الأسهم المدرجة في سوق عمان المالي، ومدى تأثرها بدرجة المخاطر النظامية للشركة وحجمها ونوع القطاع الذي تنتمي إليه الشركة.	هناك علاقة ذات دلالة إحصائية بين الأرباح الموزعة وعوائد الأسهم في قطاع الصناعة فقط، لا يوجد أثر للمخاطرة النظامية للشركة ولحجم الشركة على العلاقة بين الأرباح الموزعة وعوائد الأسهم.
دادن وبديدة، 2012	**الجزائر**	تأثير سياسة توزيع الأرباح على قيمة المؤسسات المسعرة – حالة المؤشر CAC40 خلال الفترة 2007-2009.	التعرف على مدى تأثير سياسة توزيع الأرباح على قيمة مؤسسات المؤشر CAC40.	هناك تأثير لسياسة التوزيعات النقدية على قيمة المؤسسة، بينما لا توجد علاقة بين إعادة شراء الأسهم وربحية السهم، ولا يوجد تأثير للمحتوى الإعلامي لهذه السياسة على قيمة مؤسسات المؤشر CAC40.

Kandir, 2008	تركيا	Macroeconomic Variables, Firm Characteristics and Stock Returns: Evidence from Turkey	إيجاد العلاقة بين العوامل الاقتصادية الكلية والعوائد للأسهم المدرجة في بورصة اسطنبول.	إن معدل الصرف ومعدل الفائدة وعائد السوق العالمي لها أثر على كل العوائد للمحفظة، بينما معدل التضخم مهم فقط لثلاثة من أصل اثني عشرة محفظة، إن الناتج الصناعي والعرض النقدي وسعر النفط لا تؤثر على عوائد الأسهم.
Martani, et. al. 2009	اندونيسيا	The Effect of Financial Ratios, Firm Size, and Cash Flow from Operating Activities in the Interim Report to the Stock Return.	دراسة مدى ملائمة المعلومات المحاسبية ممثلة بالربحية والسيولة والرافعة المالية ونسب السوق وحجم الشركة والتدفق النقدي في تفسير عوائد الأسهم.	إن نسب السوق ونسبة دوران الأصول والربحية تملك تأثير مهم على متغير عائد السهم ممثلا بالمتغيرين، بينما باقي المتغيرات المستقلة لا يملك تأثير مهم على عائد السهم كنسب السيولة.
Sommro, et. al. 2011	الباكستان	Stock Market Cycles Generation of Non Financial Companies in Pakistan.	معرفة أثر التغير في التوزيعات وأثر الأرباح المحتجزة ونسبة الدين والمبيعات وصافي التدفقات النقدية وعدد الأسهم على سعر	كل المتغيرات المستقلة تملك علاقة ايجابية مع سعر السهم، باستثناء متغير نسبة الدين، فإن تأثيره يعتمد على مستوى الدين الذي تملكه

الشركة.	السهم.			
إن خصائص الشركة متمثلة بالضرائب ونمط الحياة وأصل المالك ونوع المالك لا تملك تأثير مهم على قرار وسياسة توزيع الأرباح، بينما باقي الخصائص تملك تأثير مهم على سياسة توزيع الأرباح.	معرفة العلاقة بين خصائص الشركة وبين قرار وسياسة توزيع الأرباح في الشركات البلغارية.	The Effect of Firm Characteristics on Dividend Decisions of Bulgarian Companies	بلغاريا	**RaFailov & Trifonova, 2011**
هناك علاقة ايجابية بين سيولة السهم (دوران السهم و"سعر الشراء إلى سعر البيع") والمتغيرات الخارجية (حجم الشركة ونسبة القيمة الدفترية إلى القيمة السوقية والرافعة المالية) وبين عائد السهم لشركات العينة.	معرفة أثر سيولة السهم على عائد السهم للشركات المدرجة في بورصة طهران للأوراق المالية.	Survey the Influence of Stock Liquidity on the Stock Return of Corporations Listed at the Tehran Stock Exchange.	ايران	**Nahandi, et. al. 2012**
هناك علاقة سلبية ذات دلالة إحصائية بين سياسة توزيع الأرباح والتدفق النقدي المحتمل وفرص الاستثمار، وهناك علاقة إيجابية مهمة	العلاقة بين كل من المتغيرات المستقلة المتمثلة بالتدفقات النقدية المحتملة ومزيج رأس المال المساهم به وفرص الاستثمار وبين	The Investigation of the Relationship Between Dividend Policies, Cash–Flow Uncertainty, Contributed Capital	ايران	**Kangarlouei, et. al. 2012**

		Mix and Investment Opportunities: The Case of Emerging Markets.	سياسات توزيع الأرباح في سوق طهران للأوراق المالية (TSE).	إحصائياً بين سياسة توزيع الأرباح ومزيج رأس المال المساهم به، كما تم قبول أثر المتغيرات الخارجية (حجم الشركة والنقد ونسبة العائد على إجمالي الأصول) على العلاقة بين المتغيرات التابعة والمستقلة للدراسة.
Khan, 2012	**الباكستان**	Effect of Dividends on Stock Prices–A Case of Chemical & Pharmaceutical Industry of Pakistan.	معرفة أثر الإعلان عن التوزيعات النقدية وتوزيعات الأسهم على سعر السهم لشركات العينة في الباكستان، ومعرفة أثر RR و ROE وEPS على العلاقة بين التوزيعات وأسعار الأسهم.	إن التوزيعات النقدية و RR و ROE لها علاقة ايجابية مهمة مع السعر السوقي لأسهم شركات العينة، وأن نصيب السهم من العائد EPS وتوزيعات الأسهم لهما علاقة سلبية غير مهمة مع سعر السهم.
Khan & Shah, 2012	**الباكستان**	The Impact of Retained and Distributed Earnings on Future Profitability and Stock Returns in	معرفة أثر مكونات الأرباح المحتجزة والموزعة في تنبؤ الربحية المستقبلية وعوائد الأسهم في شركات العينة، ومعرفة	إن مكونات الأرباح لها تأثير إيجابي على صافي الربح المستقبلي للشركات، ولا يوجد علاقة بين الأرقام المحاسبية التاريخية

		Pakistan	إذا كانــت مكونــات الأربـــاح ممكـــن أن تســتخدم فـــي تنبـــؤ الربحيـــة المســـتقبلية وعوائد الأسهم.	وعوائـد الأسـهم لشـركات العينة المأخوذة.
Hashemi & Zadeh, 2012	**ايران**	The impact of financial leverage operating cash flow and size of company on the dividend policy (case study of Iran).	معرفــة أثــر الرافعــة الماليــة والتـدفق النقـدي من العمليات التشـغيلية وحجـم الشـركة علـى سياسـة توزيـع الأربـاح فـي الشـركات المدرجـة في بورصة طهران.	هناك علاقة عكسية بين متغيـر الرافعـة الماليـة وبـين سياســة توزيــع الأربـاح، كمـا أن هنـاك علاقة طردية بين حجم الشـركة وبـين التـدفق النقـدي مـن العمليـات التشـغيلية وبـين سياسـة توزيـع الأربـاح لشـركات العينة.
Habib, et. al. 2012	**الباكستان**	Dividend Policy and Share Price Volatility: Evidence from Pakistan	معرفــة العلاقــة بــين سياسـة توزيـع الأربـاح وتذبذب أسعار الأسـهم فـي سـوق باكسـتان المالي.	هناك علاقة طردية بين تذبـذب أسـعار الأسـهم وريـع التوزيعـات، وهنـاك علاقة عكسية بين تذبذب أسـعار الأسـهم ونسـبة التوزيع، وأن حجم الشركة والتذبذب في الأرباح لها علاقة عكسية مع أسعار الأسهم بينما نسبة النمو ونسـبة الـدين لهـا علاقـة

طرديـــة مـــع أســـعار الأسهم.				

3-4 ما يميز هذه الدراسة عن الدراسات السابقة:

اتفقت هذه الدراسة مع بعض الدراسات الأجنبية السابقة من حيث دراسة أثر خصائص الشركة على عوائد الأسهم مثل *Martani, et. al* (2009) و Kandir (2008)، والبعض الآخر درست أثر خصائص الشركة على الأرباح الموزعة مثل Hashemi & Zadeh (2012) و *Kangarlouei, et. al* (2012) و Rafailov & Tritonova (2011)؛ ولكن هذه الدراسة تميزت عن باقي الدراسات بأنها قامت بدراسة أثر خصائص الشركة والأرباح الموزعة على عوائد الأسهم بنموذج جديد ضم متغيرات مختلفة، كما أن الدراسات الأجنبية لم تتناول قطاع الخدمات بشكل منفرد على عكس هذه الدراسة التي درست هذا القطاع.

اتفقت هذه الدراسة مع بعض الدراسات العربية مثل شبيطة وحداد (2010) والبراجنة (2009) ونور (2003) في دراسة أثر الأرباح الموزعة على عوائد الأسهم، ولكن في هذه الدراسة سوف يتم دراسة أثر خصائص الشركة والأرباح الموزعة على عوائد الأسهم بنموذج ومتغيرات مختلفة عن تلك التي تم تناولها في الدراسات السابقة، كما تتميز هذه الدراسة عن الدراسات العربية بأنها أخذت عينة لم يتم دراسة هذا الموضوع عليها بانفراد من قبل وهي الشركات الخدمية المدرجة في بورصة عمان.

3-5 فرضيات الدراسة:

1- الفرضية الأولى (H1):

يوجد أثر ذو دلالة إحصائية للأرباح الموزعة على عوائد الأسهم لشركات الخدمات المدرجة في بورصة عمان.

2- الفرضية الثانية (H2):

يوجد أثر ذو دلالة إحصائية لنسبة الربحية على العلاقة بين الأرباح الموزعة وعوائد الأسهم لشركات الخدمات المدرجة في بورصة عمان.

3- الفرضية الثالثة (H3):

يوجد أثر ذو دلالة إحصائية لنسبة الرافعة المالية على العلاقة بين الأرباح الموزعة وعوائد الأسهم لشركات الخدمات المدرجة في بورصة عمان.

4- الفرضية الرابعة (H4):

يوجد أثر ذو دلالة إحصائية لحجم الشركة على العلاقة بين الأرباح الموزعة وعوائد الأسهم لشركات الخدمات المدرجة في بورصة عمان.

5- الفرضية الخامسة (H5):

يوجد أثر ذو دلالة إحصائية لنسبة السيولة على العلاقة بين الأرباح الموزعة وعوائد الأسهم لشركات الخدمات المدرجة في بورصة عمان.

6- الفرضية السادسة (H6):

يوجد أثر ذو دلالة إحصائية لفرص الاستثمار على العلاقة بين الأرباح الموزعة وعوائد الأسهم لشركات الخدمات المدرجة في بورصة عمان.

الفصل الرابع

منهجية الدراسة

4-1 تمهيد

4-2 مجتمع وعينة الدراسة

4-3 طرق جمع البيانات

4-4 الأساليب الإحصائية المعتمدة

4-5 متغيرات الدراسة

4-6 نموذج الدراسة

الفصل الرابع

منهجية الدراسة

4-1 تمهيد:

تناولت الفصول السابقة استعراضا للإطار العام للدراسة والجانب النظري والدراسات السابقة، ليتم التركيز في هذا الفصل على عرض لمنهجية الدراسة من خلال شرح لمجتمع وعينة الدراسة ومتغيرات ونموذج الدراسة والأساليب الإحصائية المستخدمة المناسبة للتحليل والتي تحقق أهداف الدراسة.

4-2 مجتمع وعينة الدراسة:

يتكون مجتمع الدراسة من جميع الشركات المدرجة في بورصة عمان والبالغ عددها 243 شركة مساهمة عامة لغاية نهاية 2012، بينما تكونت عينة الدراسة من جميع شركات الخدمات المساهمة العامة المدرجة في بورصة عمان والبالغ عددها لعام 2012 (58 شركة) حيث سوف يتم تغطية الفترة (2010-2011).

أما العينة النهائية للدراسة فتتكون من الشركات التي تتوفر فيها الشروط التالية:

1. أن تكون الشركة مدرجة في بورصة عمان خلال فترة الدراسة.
2. أن تتوافر التقارير المالية السنوية للشركات خلال فترة الدراسة.
3. أن تتوافر جميع البيانات المطلوبة الخاصة بشركات العينة خلال فترة الدراسة.

وقد بلغ عدد الشركات التي توفرت فيها الشروط السابقة 56 شركة خدمية مساهمة عامة، وقد تم جمع البيانات المتعلقة بمتغيرات الدراسة من التقارير المالية السنوية لشركات العينة.

تكونت عينة الدراسة من الشركات الخدمية ويعود ذلك إلى عدة أسباب وهي:

1- لأهمية هذا القطاع ومدى الإقبال عليه من قبل المستثمرين.

2- لأن هذا القطاع لم يتم دراسة موضوع الدراسة عليه من قبل.

4-3 طرق جمع البيانات:

تم اختيار فترة الدراسة من سنة 2010 إلى سنة 2011، حيث تم الحصول على البيانات اللازمة من مختلف المصادر الثانوية من التقارير السنوية والنشرات الصادرة عن بورصة عمان وموقع مركز إيداع الأوراق المالية والتقارير المالية السنوية للشركات المساهمة العامة محل الدراسة، كما تم الاعتماد على المواقع الإلكترونية للشركات بالإضافة إلى الأدبيات والكتب والدراسات السابقة العربية والأجنبية.

4-4 الأساليب الإحصائية المستخدمة:

1- الأساليب الإحصائية الوصفية:

تم استخدام المتوسطات الحسابية والانحرافات المعيارية والتكرارات والنسب المئوية للحصول على قراءات عن عينة الدراسة.

2- اختبار الانحدار المتعدد Multiple Regression Analysis:

تم استخدام هذه الأسلوب لتحديد العلاقة بين المتغير التابع ومجموعة من المتغيرات المستقلة، إضافة إلى قياس درجة تفسير المتغيرات المستقلة للمتغير التابع.

4-5 متغيرات الدراسة:

أظهرت العديد من الدراسات السابقة تبايناً في النتائج حول طبيعة العلاقة بين الأرباح الموزعة وعوائد الأسهم من جهة وأثر خصائص الشركة على العلاقة بين الأرباح الموزعة وعوائد الأسهم من جهة أخرى، فيما يلي شرحاً بسيطاً لمتغيرات الدراسة كاملة:

أولاً: المتغيرات المستقلة Independent Variables

- خصائص الشركة (Firm Characteristics):

أ- الربحية (Profitability):

تعرف الربحية بأنها قدرة الشركة على توليد الأرباح، لذلك فإن تحليل الربح موضع اهتمام للمساهمين لأنهم يحصلون على إيراداتهم من الشركة من خلال التوزيعات كما أن زيادة الأرباح في الشركة يسبب زيادة في السعر السوقي للشركة (Gibson, 2009, P297)، إن مقاييس الربحية جميعها متعلقة بعوائد "أرباح" الشركة إلى المبيعات أو الأصول أو حقوق الملكية، والتي هي نسبة العائد إلى المبيعات "NPM" ونسبة العائد إلى الأصول "ROA" ونسبة العائد إلى حقوق الملكية"ROE" (Gitman & Joehnk, 2008, p324).

لطالما اعتبرت الربحية مؤشرا قويا على قدرة الشركة على دفع توزيعات أرباح لمساهميها كما اعتبرت مقياس النجاح للشركة (Adil, *et. al.,* 2011, p291)، فتعتبر الربحية مقياس لأداء الشركة التشغيلي خلال الفترة المالية، فكلما زاد الأداء وفعاليته للشركة زاد العائد من الاستثمارات للشركة بالتالي زادت الربحية، وكلما زادت الربحية زادت فرصة توزيع الأرباح للمساهمين وهذا تأثير مباشر، وأيضاً كلما زادت الربحية زادت جاذبية الشركة لمستثمرين ومساهمين جدد، ومن ثم زاد التأثير على قيمة السهم للشركة وبالتالي التأثير على قرار التوزيع للأرباح بشكل غير مباشر –حسب رأي الباحث–.

واعتماداً على الدراسات السابقة نرى أن بعض الدراسات مثل دراسة Adil, *et. al* (2011) قد درست تأثير الربحية على قرار توزيع الأرباح فوجد أن أقوى عامل مؤثر في قرار توزيع الأرباح هو عامل الربحية والذي تم التعبير عنه بنسبة العائد إلى حقوق الملكية، كما أظهرت نتائج تحليل البيانات لدراسة Martani, *et. al* (2009) والتي بحثت في أثر الربحية على عوائد الأسهم لشركات العينة فوجدت أن للربحية ممثلةً بنسبة العائد إلى حقوق الملكية ونسبة هامش صافي الربح أثر ايجابي مهم على عوائد الأسهم لشركات العينة، كما أن دراسة khan (2012)

بحثت في أثر الربحية ممثلة بنسبة العائد إلى حقوق الملكية على العلاقة بين التوزيعات وأسعار الأسهم لشركات العينة وبينت النتائج أن الربحية لها أثر ايجابي على العلاقة بين التوزيعات وأسعار الأسهم، كما بينت دراسة Rafailov & Trifonova (2011) والتي درست تأثير الربحية كخاصية من خصائص الشركة ممثلة بنسبة العائد إلى الأصول أن هناك أثر ايجابي للربحية على قرار توزيع الأرباح لشركات العينة.

تم قياس ربحية الشركة في هذه الدراسة من خلال نسبة صافي العائد إلى إجمالي الأصول (Return on Assets "ROA") كما هو الحال في دراسة *Kangarlouei, et. al* (2012) وذلك لأهمية هذه النسبة فهي تعتبر مقياس لأداء الشركة التشغيلي خلال الفترة المالية، فكلما زاد الأداء وفعاليته للشركة زاد العائد من الاستثمارات للشركة بالتالي زادت الربحية، وكلما زادت الربحية زادت فرصة توزيع الأرباح للمساهمين.

ب- الرافعة المالية (Financial Leverage):

إن الرافعة المالية تهتم بالبناء المالي financial structure للشركة، إنها تشير إلى كمية أو مقدار الدين المستخدم في دعم مصادر العمليات التشغيلية للشركة، إن مقدار الدين الذي تحمله الشركة في بنيتها المالية وقدرة الشركة على خدمة الديون المستحقة عليها من أهم ما يشغل تفكير المستثمرين المحتملين للشركة (Gitman & Joehnk, 2008, p323).

إن نسبة الرافعة المالية أو نسبة الديون إلى حقوق الملكية تقيس نسبة الدين المستخدم من قبل الشركة والمزود من قبل المقرضين والمالكين، كما تساعد هذه النسبة الدائنين على حماية أموالهم في حالة عدم مقدرة الشركة على الوفاء بالتزاماتها "insolvency"، وكلما قلت هذه النسبة كلما كان وضع الدين للشركة أفضل (Gibson, 2009, p260).

إن مستوى الدين يؤثر في مقدار الأرباح التي توزعها الشركة وذلك بسبب أنها تدفع وتوزع الأرباح على مساهميها بعد دفع مستحقاتها من الديون من فوائد وقيمة القسط الأساسي للدين أو القرض، وبالتالي فإن الدين يقلل من مقدار الأرباح التي توزع على المساهمين ومن هنا تنبع أهمية هذه النسبة (Rafailov & Trifonova, 2011, p8).

تباينت نتائج تأثير الرافعة المالية على الأرباح الموزعة وعوائد الأسهم من خلال الدراسات السابقة وذلك يعود إلى اختلاف العينة واختلاف الظروف المحيطة بالشركات وأسباب أخرى متعلقة بالسوق المالي، فقد بينت نتائج تحليل البيانات لدراسة Martani, *et. al* (2009) أن الرافعة المالية وهي نسبة الديون إلى حقوق الملكية لها أثر ايجابي على متغير عوائد الأسهم لكنه غير مهم إحصائياً، وفي دراسة El Essa, *et. al* (2012) فقد درس الباحثون العلاقة بين الرافعة المالية ممثلة بنسبة الديون إلى الأصول وقرار توزيع الأرباح في شركات العينة، واتضح بعد تحليل البيانات أن نسبة الديون إلى الأصول لها علاقة عكسية غير مهمة وليس لها أثر مع قرار توزيع الأرباح، كما بينت النتائج في دراسة Bhatti, *et. al* (2010) والتي درست أثر الرافعة المالية "الدين إلى حقوق الملكية" على عوائد الأسهم وخطورتها أنه كلما زادت نسبة الرافعة المالية كلما ارتفعت الخطورة الغير منتظمة "unsystematic risk" والتي هي خطورة السوق وهذا يؤدي إلى زيادة مستوى التذبذب في أسعار الأسهم لشركات العينة، كما بينت نتائج دراسة Nahandi, *et. al* (2012) بعد تحليل البيانات أنه لا يوجد أثر للرافعة المالية وهي نسبة الديون إلى الأصول على العلاقة بين السيولة وعوائد الأسهم لشركات العينة، بحثت دراسة Ravailov & Trifonova (2011) في أثر خصائص الشركة على قرار توزيع الأرباح للشركات المبحوثة، كما أظهرت نتائج تلك الدراسة أن الباحثين استخدموا الرافعة المالية "الديون إلى الأصول" كخاصية من خصائص الشركة، وبينت عملية التحليل أن الرافعة المالية تملك أثر

سلبي ومهم إحصائيا على مقدار التوزيعات التي تقررها الشركات، وأخيراً أظهرت نتائج دراسة Hashemi & Zadeh (2012) والتي درست أثر الرافعة المالية والتدفق النقدي وحجم الشركة على سياسة توزيع الأرباح، وقد ظهر من عملية التحليل أن الرافعة المالية تملك أثر سلبي على سياسة توزيع الأرباح أي كلما زاد الاعتماد على الديون كمصدر للتمويل كلما قل تقسيم الشركة لأرباحها على المساهمين.

تم قياس هذه النسبة في هذه الدراسة من خلال نسبة إجمالي الديون إلى أجمالي حقوق الملكية كما في دراسة (Martani, *et. al.*, 2009, P48).

ج- حجم الشركة (Firm Size):

إن تحديد حجم الشركة له دور كبير في تحديد الخسائر والأرباح، ومن الممكن تحديد حجم الشركة بواسطة القيمة السوقية للشركة Market Capitalization "Cap" حيث تصنف الشركة من حيث الحجم مع الأخذ بعين الاعتبار اختلاف التصنيف من دولة إلى أخرى:

- (Mega cap): حيث تكون قيمة أسهمها السوقية أكثر من 200 بليون دولار.
- (Large cap): حيث تكون قيمة أسهمها السوقية أكثر من 10 بليون دولار.
- (Mid cap): حيث تكون قيمة أسهمها السوقية بين 2-10 بليون دولار.
- (Small cap): حيث تكون قيمة أسهمها السوقية بين 250 مليون و2 بليون دولار.
- (Micro cap): حيث تكون قيمة أسهمها السوقية أقل من 250 مليون دولار.
- (Nano cap): حيث تكون قيمة أسهمها السوقية أقل من 50 مليون دولار.

المصدر: www.answer.com

أظهرت الغالبية العظمى من الدراسات السابقة أن حجم الشركة من أهم الخصائص التي من الممكن أن تؤثر في قرار ومقدار الأرباح الموزعة وفي عوائد الأسهم، ويتضح ذلك من خلال تأثير حجم الشركة في التوزيعات، إن معظم الدراسات الأجنبية التي تم تناولها والاطلاع عليها El Essa, *et. al* (2012) وHashemi & Zadeh (2012) وRafailov & Trifonova (2011) بينت أن لحجم الشركة أثر إيجابي ومهم إحصائيا على مقدار الأرباح الموزعة في الشركة، كما بينت الدراسات Nahandi, *et. al* (2012) وSukor (2011) وBauer, *et. al* (2005) وSehgal & Kumar (2004) أن لمتغير حجم الشركة أثر على متغير عوائد الأسهم، حيث أشارت أغلب نتائج الدراسات أن حجم الشركة يملك أثر سلبي على عوائد الأسهم، ويتبين مما سبق أن حجم الشركة يؤثر في العلاقة بين التوزيعات والعوائد للأسهم.

إن حجم الشركة والمعبر عنه بلوغاريتم مجموع الأصول يعتبر من العوامل المؤثرة في قرار توزيع الأرباح وفي عوائد الأسهم؛ حيث اتضح من معظم الدراسات السابقة أن كلما زاد حجم الشركة زادت الأرباح التي من الممكن أن توزعها الشركة على مساهميها كما أنه كلما زاد حجم الشركة زادت العوائد للأسهم .

تم استخدام اللوغاريتم الطبيعي لإجمالي الموجودات في كل سنة من سنوات الدراسة للتعبير عن متغير حجم الشركة كما تم قياسها في معظم الدراسات الأجنبية والعربية مثل دراسة Rafailov & Trifonova (2011).

د- سيولة الشركة (Liquidity):

تعرف السيولة بأنها قدرة الشركة على تحويل الأصول إلى نقد أو الحصول على نقد لدفع الالتزامات قصيرة الأجل أي ضمن سنة مالية أو دورة تشغيلية كاملة أيهما أطول ومن غير أو بفقدان القليل من قيمتها (Subramanyam & Wild, 2009, p527).

هناك العديد من النسب التي تعبر عن سيولة الشركة ومنها: رأس المال العامل working capital ونسبة التداول current ratio ونسبة السيولة السريعة quick ratio ونسبة النقد cash ratio وغيرها من النسب التي تعبر عن مقدرة الشركة على الوفاء بالتزاماتها ومواجهة مصروفاتها اليومية (Gitman & Joehnk, 2008, p321).

اختلفت نتائج التحليل لأثر السيولة على الأرباح الموزعة وعوائد الأسهم، فبالاطلاع على الدراسات السابقة مثل دراسة Nahandi, *et. al* (2012) والتي درست أثر السيولة على عوائد الأسهم، واستخدم الباحث فيها معدل دوران الأسهم share turnover وتوزيع سعر البيع والشراء bid–ask spread كمقياس لسيولة الشركة تبين من التحليل أن السيولة تملك علاقة ايجابية مع عوائد الأسهم، وبينت دراسة Adil, *et. al* (2011) أن السيولة والتي تم قياسها بنسبة التدفق النقدي إلى الأسهم تملك أثراً ايجابياً ومهماً إحصائياً على الأرباح الموزعة، كما بينت النتائج لدراسة Martani, *et. al* (2009) أن السيولة والتي تم التعبير عنها بنسبة التداول تملك أثراً سلبياً غير مهم إحصائياً على متغير عوائد الأسهم، وأخيراً أظهرت نتائج تحليل بيانات دراسة Bauer, *et. al* (2005) أن السيولة والتي تم التعبير عنها بنسبة التدفق النقدي على السعر cash flow per price تملك أثراً سلبياً ومهماً إحصائيا على عوائد الأسهم.

ويعود السبب في استخدام هذه النسبة كمقياس للسيولة في أنها تقيس مقدار تغطية الالتزامات المتداولة، كما أنها توفر هامش أمان لتغطية التقلص والانخفاض في الأصول المتداولة غير النقدية وذلك عند التخلص منها ببيعها أو تصفيتها، كما أن هذه النسبة توفر هامش أمان للمخاطر التي قد تتعرض لها التدفقات النقدية (Subramanyam & Wild, 2009, p531).

تم اعتماد نسبة التداول Current Ratio للتعبير عن متغير سيولة الشركة وهي عبارة عن نسبة الموجودات المتداولة إلى الالتزامات المتداولة في الشركة، كما تم قياسها في دراسة (Martani, *et. al.,* 2009, p48).

هـ- فرص الاستثمار (Investment Opportunities):

إن فرص الاستثمار تختلف من شركة لأخرى وذلك حسب قرار توزيع الأرباح، فالشركات التي لا تدفع أي مبالغ كتوزيعات تملك فرص نمو أفضل من الشركات التي تقوم بتوزيع مبالغ على مساهميها، فهذه الشركات التي توزع نصيب من أرباحها قد تخلت عن مبالغ قد تستثمرها في المستقبل (Fama & French, 2000, p9)، إن التوزيعات تستنفد الأموال الداخلية التي تستخدم لتمويل ودعم الشركة وهذا قد يضطرها إلى استخدام التمويل الخارجي، وحسب نظرية ترتيب أولويات التمويل pecking order theory فإن الشركات التي تكون معدلات النمو عندها مرتفعة فإن نسبة التوزيع المتوقعة فيها تكون منخفضة والشركات التي تكون معدلات النمو عندها منخفضة فإن نسبة التوزيع فيها مرتفعة (Modigliani & Miller, 1958).

وبالرجوع إلى نتائج الدراسات السابقة مثل دراسة Rafailov & Trifonova (2011) والتي بحثت في أثر فرص الاستثمار ممثلة بنسبة النمو في المبيعات على قرار توزيع الأرباح، فقد وجدت أن هناك علاقة عكسية قوية بين فرص الاستثمار و مقدار الأرباح الموزعة، كما أشارت دراسة Kangarlouei, *et. al* (2012) أن فرص الاستثمار والتي تم التعبير عنها بنسبة القيمة السوقية إلى القيمة الدفترية تملك علاقة عكسية قوية ومهمة إحصائيا مع سياسة توزيع الأرباح المتبعة في الشركة، كما أظهرت نتائج دراسة El Essa, *et. al* (2012) أن فرص الاستثمار معبرا عنها بنسبة القيمة السوقية إلى القيمة الدفترية تملك أثراً ايجابياً على قرار توزيع الأرباح، كما أظهرت دراسة النتائج لدراسة Musmar (2011) أنه يوجد علاقة عكسية بين سياسة توزيع

الأرباح وفرص الاستثمار وقد تم استخدام نسبة القيمة السوقية إلى القيمة الدفترية كمقياس لفرص الاستثمار.

تم استخدام نسبة القيمة السوقية إلى القيمة الدفترية (Market to Book Ratio) للتعبير عن الفرص الاستثمارية، وهي عبارة عن نسبة القيمة السوقية للسهم إلى القيمة الدفترية للسهم كما قيست في دراسة Kangarlouei, *et. al* (2012).

و- الأرباح الموزعة (Cash Dividends):

يمثل هذا المتغير الأرباح النقدية "أي مبالغ من النقد" التي تقوم الشركات بتوزيعها على المساهمين نهاية كل سنة كما تم قياسها بدراسة Khan (2012).

أظهرت نتائج تحليل البيانات لدراسة Akbar & Baig (2010) والتي درست العلاقة بين توزيعات الأرباح وأسعار الأسهم، أن هناك علاقة ايجابية بين التوزيعات وأسعار الأسهم، كما أظهرت النتائج لدراسة Khan (2012) والتي درست أثر التوزيعات على أسعار الأسهم أن هناك أثر ايجابي ومهم لمتغير التوزيعات النقدية على متغير أسعار الأسهم، كما أظهرت نتائج تحليل البيانات لدراسة شبيطة وحداد (2010) والتي درست أثر بعض خصائص الشركة على العلاقة بين توزيعات الأرباح وعوائد الأسهم، أن هناك علاقة ايجابية ومهمة احصائيا بين التوزيعات النقدية وعوائد الأسهم, بالتالي وبناءً على النتائج التي تم الحصول عليها من للدراسات السابقة فإنه من المتوقع أن يكون هناك علاقة ايجابية بين التوزيعات النقدية وعوائد الأسهم للشركات الخدمية المدرجة في بورصة عمان.

ثانياً: المتغيرات التابعة Dependent Variables

- **عوائد الأسهم (Stock Returns):**

يعتبر العائد مؤشر أساسي للاستثمار بالأسهم العادية كمقياس لترتيبها والمفاضلة فيما بينها وتوقيت هذا العائد يخضع لسياسة الشركة في التوزيع وطبيعة التشريعات في البلد المعني (التميمي وسلام، 2004 ، ص45) .

تم قياس عائد السهم من خلال العائد السنوي للسهم، ويمكن حساب العائد السنوي للسهم كما يلي:

$$R_{it}=\frac{(P_{it}-P_{it-1})}{P_{it-1}}$$

حيث أن:

R_{it}: عائد سهم الشركة i خلال السنة t.

P_{it}: سعر الإغلاق لسهم الشركة i خلال السنة t.

P_{it-1}: سعر الإغلاق لسهم الشركة i خلال السنة t-1.

مع ضرورة الإشارة إلى أنه إذا كان هناك توزيعات نقدية سنوية D_{it} فيجب وضعها في المعادلة السابقة بحيث تصبح

$$R_{it}=\frac{(\{P_{it}+D_{it}\}-P_{it-1})}{P_{it-1}}$$

.(Nahandi, et. al. 2012, p4958)

والجدول رقم (4-1) يلخص المتغيرات المستقلة للدراسة والدراسات المعرفة للمتغير وطريقة القياس المستخدمة لمتغيرات الدراسة:

الجدول رقم (4-1)

تلخيص المتغيرات المستقلة للدراسة

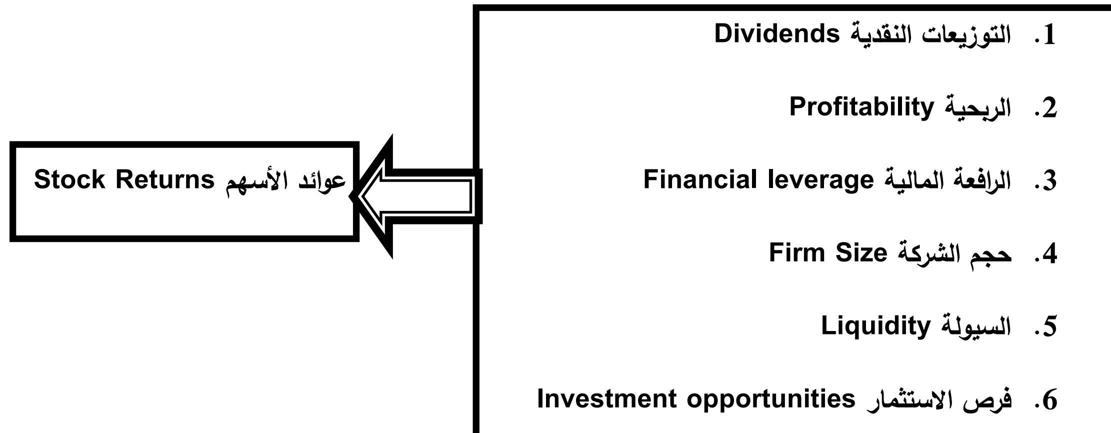
المتغيرات المستقلة	الدراسة الأجنبية المعرفة للمتغير	طريقة القياس المعتمدة
التوزيعات النقدية cash dividends	(Khan, 2012)	**نسبة التوزيع النقدي السنوي**
ربحية الشركة profitability	(Kangarlouei, 2012)	نسبة صافي العائد إلى إجمالي الأصول =ROA **العائد/إجمالي الأصول**
الرافعة المالية financial Leverage	(Martani, et. al. 2009)	نسبة الرافعة المالية FL= **إجمالي المطلوبات/إجمالي حقوق المساهمين**
حجم الشركة firm size	(Rafailov & Trifonova, 2011)	**اللوغاريتم الطبيعي لإجمالي الموجودات**
سيولة الشركة liquidity	(Martani, et. Al. 2009)	نسبة التداول CR= **الموجودات المتداولة/المطلوبات المتداولة**
فرص الاستثمار investment opportunities	(Kangarlouei, 2012)	نسبة القيمة السوقية إلى القيمة الدفترية للسهم =MTBR **القيمة السوقية للسهم/القيمة الدفترية للسهم**

4-6 نموذج الدراسة:

يبين الشكل رقم (4-2) نموذج الدراسة الافتراضي والذي يلخص حالة المتغيرات التابعة والمستقلة ويبين ارتباطها ببعضها البعض.

الشكل رقم (4-2)

النموذج الافتراضي للدراسة



المصدر: من إعداد الباحث

النموذج القياسي للدراسة:

بعد الاطلاع والاستفادة من الدراسات السابقة Rafailov & Trifonova (2011) و Kangarlouei, *et. al* (2012) و Soomro, *et. al* (2011) وKhan (2012) ولغاية تحقيق أهداف هذه الدراسة بمعرفة أثر المتغيرات المستقلة على المتغير التابع تم توصيف النموذج القياسي التالي:

$$Rit= \alpha+\beta1CD+\beta2ROA+\beta3FL+\beta4SIZE+\beta5CR+ \beta6MR+\varepsilon i$$

حيث أن:

Rit: عائد الشركة i خلال السنة t.

CD: التوزيعات النقدية.

ROA: نسبة العائد إلى إجمالي الأصول.

FL: نسبة الرافعة المالية.

Size: حجم الشركة.

CR: نسبة التداول.

MR: نسبة القيمة السوقية إلى الدفترية.

β 0-6 : معاملات نموذج الانحدار.

α: ثابت معادلة الانحدار

εi:الخطأ العشوائي لنموذج الانحدار.

الفصل الخامس

تحليل البيانات واختبار الفرضيات

5-1 تمهيد

5-2 توزيع المتغيرات والارتباطات التبادلية

5-3 الإحصاء الوصفي

5-4 نتائج تحليل الانحدار المتعدد لكامل عينة الدراسة

5-5 مناقشة نتائج تحليل الانحدار واختبار فرضيات الدراسة

الفصل الخامس

تحليل البيانات واختبار الفرضيات

5-1 تمهيد:

يهدف هذا الفصل بشكل رئيس إلى عرض نتائج التحليل الإحصائي التي تم التوصل إليها من خلال استخدام برنامج الحزم الإحصائية للعلوم الاجتماعيةٍ SPSS، وسيتم اختبار الفرضيات التي بنيت عليها هذه الدراسة.

5-2 اختبار الارتباطات التبادلية بين المتغيرات:

إن أحد الافتراضات المهمة لاستخدام تحليل الانحدار المتعدد هو التحقق من أن المتغيرات المستقلة بما فيها المتغير التابع لا تملك ارتباطات تبادلية عالية فيما بينها لذلك تم فحص النموذج للتحقق من عدم وجود ارتباطات تبادلية عالية بين المتغيرات المستقلة (Multicollinearity).

إن وجود ارتباطات تبادلية عالية بين متغيرين أو أكثر يجعل من الصعب تحديد مساهمة كل متغير في تفسير التغيرات في المتغير التابع. ووفقا لمعايير التحليل الاحصائي فإن وجود ارتباط تبادلي يزيد على (70%) بين أي متغيرين مستقلين أو أكثر يعتبر ارتباطاً عالياً من الممكن أن ينتج عنه تشويه العلاقة بين أحد المتغيرين والمتغير التابع.

يظهر من الجدول رقم (5-1) أنه لا توجد مشكلة ارتباطات تبادلية عالية إلى الحد الذي من الممكن أن تتأثر فيه نتائج تحليل الانحدار.

الجدول رقم (5-1)

مصفوفة الارتباطات التبادلية للمتغيرات المستقلة

المتغير	CDit	FL	ROA	Size	CR	MTBR
CDit	1.000					
FL	-.112	1.000				
ROA	-.458	.081	1.000			
Size	-.303	.047	.082	1.000		
CR	-.173	.037	.036	.042	1.000	
MTBR	-.343	-.342	-.013	.014	.133	1.000

نتائج التحليل:

5-3 الإحصاء الوصفي

يبين الجدول رقم (5-2) الوصف الإحصائي للمتغير التابع والمتغيرات المستقلة لكامل العينة المتمثلة بِ 56 شركة خدمية مدرجة في بورصة عمان، فيلاحظ من الجدول أن متوسط عوائد الأسهم لعينة الدراسة بلغ (-0.0437)، ويلاحظ أيضاً أن الانحراف المعياري لعوائد الأسهم بلغ (0.33002) وهو مرتفع نسبيا حيث قدرت أعلى نسبة (1.00) بينما كانت أقل نسبة (-0.69) مما يشير إلى أن هناك تفاوتاً كبيراً في عوائد الأسهم بين الشركات الخدمية التي تتكون منها العينة، وهذا التباين في نسب العوائد لهذا القطاع يفسر بوجود عدة عوامل تعمل على التأثير في قيم العوائد للأسهم وهذه العوامل في هذه الدراسة هي التوزيعات وخصائص الشركة، كذلك بالنسبة إلى التوزيعات النقدية فقد بلغ المتوسط الحسابي لنسبة التوزيعات النقدية التي تقوم الشركة بتوزيعها على المساهمين في الشركات الخدمية (0.09192) بانحراف معياري بلغ (0.215793) حيث قدرت أعلى نسبة (1.365) وأقل نسبة (0.0) إذن هناك تفاوت بين الشركات من حيث التوزيع النقدي للمساهمين وهذا يفسر لطبيعة السياسة التوسعية التي تتبعها

الشركة، فإذا كانت الشركة تهدف إلى التوسع في مشاريعها المستقبلية فإنها تقلل من التوزيعات بينما إذا كانت ترغب بجذب مستثمرين ومساهمين جدد على حساب التوسع فتقوم بزيادة النصيب من التوزيعات على المساهمين، وأيضاً بالنظر إلى المتغير فرص الاستثمار فنجد أن المتوسط الحسابي لنسبة فرص الاستثمار بلغ (1.455) بينما كان الانحراف المعياري لهذا المتغير (1.081351) وبأعلى نسبة (5.45) وأقل نسبة (0.25) والواضح هنا من خلال هذه الأرقام بأن الشركات تتفاوت من حيث فرصة الاستثمار المتاحة لهافي المستقبل وهذا يعود إلى اختلاف سياسات توزيع الأرباح لدى الشركات فبعض الشركات ترغب باحتجاز الأرباح لتمويل المشاريع المستقبلية وهذا يفسر بسياسة التوسع التي تتبعها الشركة، بينما تلجأ شركات أخرى إلى توزيع الأرباح لكي تحافظ على جذب واستقطاب المستثمرين الراغبين بالحصول على ايراد بشكل مستمر، أيضا متغير حجم الشركة فقد بلغ المتوسط الحسابي لهذا المتغير (7.4101940403) بينما كان الانحراف المعياري (0.6191064285) بقيمة عليا (9.1094716396) وقيمة صغرى (5.5482849783) وهذا يوضح التباين بين الشركات من حيث مقدار أصولها وبالتالي حجم الشركة في هذا القطاع، وهكذا الحال ينطبق أيضاً إلى حد معين على باقي المتغيرات المستقلة.

الجدول رقم (5-2)

الإحصاء الوصفي لمتغيرات الدراسة

المتغيرات	N	الحد الأدنى	الحد الأعلى	المتوسط	الانحراف المعياري
عوائد الأسهم Rit	112	-0.69	1.00	-0.0437	0.33002
التوزيعات النقدية CDit	112	0.00	1.365	0.09192	0.215793
نسبة الربحية ROA	112	-1.03	23.45	0.2965	2.33764
الرافعة المالية FL	112	0.02	18.52	1.1574	2.31709
حجم الشركة Size	112	5.5482849783	9.1094716396	7.4101940403	0.6191064285
نسبة السيولة CR	112	0.16	203.00	0.36575	19.10886
فرص الاستثمار MTBR	112	0.25	5.45	1.455	1.081351

المصدر: إعداد الباحث بالإعتماد على مخرجات SPSS

5-4 نتائج تحليل الانحدار المتعدد لكامل عينة الدراسة:

يبين الجدول رقم (5-3) نتائج تحليل الانحدار المتعدد لكامل عينة الدراسة. وبناءً على الجدول يكون نموذج الانحدار كالتالي:

Rit= -0.083 + 0.319 CD + 0.036 ROA – 0.085 FL + 0.097 SIZE + 0.032 CR + 0.295 MR + 0.0364

ويلاحظ من الجدول أن نموذج الانحدار المستخدم ذا دلالة إحصائية عند مستوى (5%) (F=4.792)، وأن المتغيرات المستقلة التي يتضمنها نموذج الانحدار تفسر (0.17)

($Adj.R^2=0.17$) من الاختلافات في عوائد الأسهم بين الشركات الخدمية المدرجة في بورصة عمان، كما يتضح من الجدول أن هناك علاقة إيجابية وذات دلالة إحصائية مهمة عند مستوى الدلالة (5%) لمتغير التوزيعات النقدية وبالتالي هناك أثر إيجابي دال إحصائيا عند مستوى الدلالة (5%) لهذا المتغير على عوائد الأسهم للشركات المبحوثة، وقد توافقت هذه النتيجة مع نتائج دراسة شبيطة وحداد (2010) والتي بينت نتائجها بوجود علاقة ذات دلالة إحصائية بين التوزيعات النقدية وعوائد الأسهم لقطاع الصناعة فقط، كما توافقت مع نتائج دراسة البراجنة (2009) والتي أشارت إلى وجود علاقة بين معدل التوزيعات وأسعار الأسهم للشركات المبحوثة، كما بينت نتائج دراسة نور (2003) أن التوزيعات النقدية تملك علاقة ايجابية مع عوائد الأسهم لشركات العينة، وبالرجوع إلى نتائج الدراسات الأجنبية فنرى أن نتائج هذه الدراسة توافقت مع نتائج دراسات Habib *et. al* (2012) وKhan (2012) وSommro, *et. al* (2011)، ويفسر الباحث هذا التوافق إلى أنه عندما تقوم الشركة بتوزيع الأرباح على مساهميها فإن ذلك يعمل كأداة لجذب المستثمرين وزيادة الاستثمار في هذه الشركات بالتالي الارتفاع في القيمة السوقية للأسهم ومن ثم ارتفاع عوائد الأسهم لهذه الشركات، كما أن سعر السهم في السوق المالي يتحدد وفقا للتدفقات النقدية المستقبلة وعوائد الأسهم التي تبنى على تلك التدفقات، ويفسر ذلك كإشارة الى حملة الأسهم والمستثمرين حول الأرباح المستقبلية للشركة، فإن ارتفاع دفع توزيعات الأرباح ينظر لها بصورة إيجابية، وتكشف معلومات إيجابية حول الأرباح المستقبلية للشركة ويزيد سعر السهم والعكس صحيح.

وبالرجوع إلى نظرية عصفور في اليد–Bird–in–the Hand Theory– لِـ Gordon (1963) وLintner (1956) فإن المستثمرين يفضلون الاستثمار في تلك الشركات التي تقوم بتوزيع نسبة أكبر من أرباحها على شكل توزيعات للعائد مما يؤدي إلى ارتفاع أسعار أسهمها

وعزوف المستثمرين عن شراء أسهم الشركات التي تقوم بتوزيع نسب منخفضة من أرباحها مما يؤدي إلى انخفاض أسعار أسهمها في بورصة الأوراق المالية.

ويتضح أيضا من الجدول أن متغير فرص الاستثمار (ممثلة بنسبة القيمة السوقية إلى القيمة الدفترية) يملك أثر ذو دلالة إحصائية عند مستوى الدلالة (0.05)، وهذا يتوافق مع دراسات Habib, *et. al* (2012) و Rafailov & Trifonova (2011)، ومن الممكن تفسير هذا التوافق في أن كلما قامت الشركة بزيادة فرص النمو والاستثمار فإن هذا يعني توسع بأعمال الشركة بالتالي زيادة المشاريع التي تدر أموالاً للشركة وهذا يعد جاذب للمستثمرين لهذه الشركة، ومن ثم التأثير على أسعار وعوائد الأسهم.

كما أنه واضح من الجدول أن الربحية ممثلة بنسبة العائد إلى الأصول "ROA" تملك علاقة طردية وغير مهمة احصائيا بالتالي أثرها غير مهم احصائيا، وهذا لا يتفق مع دراسة نور (2003) في أن الربحية تملك أثر اجابي ومهم احصائيا على العلاقة بين العوائد والتوزيعات مع الأخذ بعين الاعتبار أن في دراسة نور (2003) تم اعتماد نسبة العائد على الاستثمار "ROI" بدلاً من "ROA"، كما أنها لم تتفق مع دراسة Khan (2012) والتي كانت نسبة الربحية ممثلة بنسبة العائد على حقوق الملكية "ROE" فيها ذات أثر مهم احصائيا على أسعار الأسهم.

وهذا يفسر في نظرية عدم ملاءمة التوزيعات Modigliani & Miller (1961) والتي تفترض عدم تأثير معدل العائد على حقوق الملكية على سياسة توزيع الأرباح، وهذا على عكس نظرية عصفور في اليد –Dividend Irrelevance Theory– لكل من Gordon (1963) وLintner (1956) فقد جادلا في أن العائد المطلوب على حقوق الملكية يتناقص مع زيادة التوزيعات النقدية لأن المستثمرين يصبحون أقل تأكدا من استلام العوائد الرأسمالية الناتجة عن احتجاز الأرباح بالتالي فإن العوائد للأسهم لا تتأثر.

كما يتضح من الجدول أن حجم الشركة يملك علاقة إيجابية لكنها غير مهمة إحصائياً وبالتالي أثرها غير مهم إحصائياً، وهذا لا يتفق مع بعض الدراسات السابقة مثل دراسة نور (2003) والتي أظهرت نتائج التحليل فيها أن حجم الشركة له أثر مهم احصائيا على العلاقة بين التوزيعات وعوائد الأسهم، وأيضاً دراسة *Habib, et. al* (2012) والتي أشارت إلى أن حجم الشركة يملك علاقة عكسية مع أسعار الأسهم، بينما اتفقت مع البعض الآخر فكانت نتائج دراسة شبيطة وحداد (2010) قد أشارت إلى عدم وجود أثر مهم احصائيا لحجم الشركة على العلاقة بين التوزيعات وعوائد الأسهم، كما اتفقت مع دراسة *Martani, et. al* (2009) فكانت النتيجة أن حجم الشركة لا يؤثر في عوائد الأسهم، وهذا من الممكن تفسيره في أن بعض الشركات قد تكون ذات أصول كبيرة نسبيا لكن بالمقابل ذات ديون عالية بالتالي عوائد أسهمها منخفضة لأن المستثمر العقلاني لا يفضل أن يستثمر أمواله في مثل ظروف تلك الشركة؛ وبالمقابل بعض الشركات تكون منخفضة في أصولها لكن معدل أرباحها مرتفع مقارنة بما عليها من ديون بالتالي تعد شركة جيدة من ناحية الاستثمار، وبالتأكيد لا يمكن أن نغفل أثر عمر الشركة ومدى حداثتها في حجمها، ومن هنا يمكن القول أن حجم الشركة لا يؤثر في معدل العوائد للأسهم لأن هذا يعتمد على عدة ظروف مرتبطة ببعضها البعض مثل عمر الشركة ومقدار الديون إلى الأصول ومدى الربحية لهذه الأصول وغيرها.

من الواضح أن متغير السيولة لا يملك أثر مهم على عوائد الأسهم وهذا لا يتفق مع نتائج دراسة *Nahandi, et. al* (2012) حيث أشارت إلى أن السيولة تملك أثر ايجابي على عوائد الأسهم لشركات العينة، بينما اتفقت مع ما جاء في نتائج دراسة *Martani, et. al* (2008) في أن السيولة لا تؤثر في عوائد الأسهم، ويفسر الباحث أنه بالرغم من أن الزيادة بنسبة السيولة له أثر إيجابي على أسعار الأسهم لأن الزيادة بنسب السيولة تزيد من التفاؤل بشأن المستقبل مما

يزيد من حركة التعامل مع الأسهم وبالتالي ارتفاع أسعارها وزيادة عوائدها، لكن لا يصل أثر هذه الزيادة في السيولة إلى درجة يكون فيها التأثير جوهري أو مهم لغايات اتخاذ القرار.

ومن الواضح في الجدول أن متغير الرافعة المالية يملك علاقة سلبية غير مهمة إحصائياً وبالتالي الأثر لنسبة الرافعة المالية على عوائد الأسهم غير مهم إحصائيا، وهذا لا يتفق مع دراسة Habib, *et. al* (2012) والتي بينت أن الرافعة المالية تملك أثر إيجابي على أسعار الأسهم لشركات العينة، وأيضا دراسة Bhatti, *et. al* (2012) والتي بينت نتائجها أن الرافعة المالية تملك أثراً سلبياً مهماً احصائياً حيث كلما زادت الرافعة المالية كلما قلت عوائد الأسهم للشركات المبحوثة، بينما اتفقت مع النتائج التي جاءت في دراسة Martani, *et. al* (2008) حيث أشارت النتائج أن أثر الرافعة المالية على عوائد الأسهم كان غير مهم احصائياً، ويعزو الباحث هذه النتيجة إلى أن زيادة نسب المديونية قد تؤدي إلى زيادة أسعار الأسهم أو انخفاض أسعار الأسهم، أي أن الشركة إذا حققت أرباح تفوق كلفة المديونية ممثلة بالفوائد فإن العائد المتحقق للسهم (ربحية السهم الواحد) سوف تزداد والعكس صحيح في عدم تحقق الربح، أي أن زيادة نسبة الدين الخارجي لدى الشركة يؤدي إلى ميل الشركة الى الاعتماد على الأرباح المتحققة مما يخفض من مقدار التوزيعات النقدية، نتيجة لصعوبة حصول الشركة على التمويل من الخارج مما يؤدي الى انخفاض أسعار السهم، بالتالي أثر الرافعة المالية غير واضح ومحدد بشكل دقيق على عوائد الأسهم للشركات الخدمية، وبالتالي غير مهم احصائياً.

الجدول رقم (5-3)

نتائج تحليل الانحدار المتعدد

المتغيرات المستقلة	معامل الانحدار β	T-Value	Sig. Level
التوزيعات النقدية CDit	0.319	-2.743	0.001
نسبة الربحية ROA	0.036	-1.433	0.709
الرافعة المالية FL	-0.085	-0.849	0.371
حجم الشركة Size	0.097	-1.139	0.307
نسبة السيولة CR	0.032	-1.435	0.736
فرص الاستثمار MTBR	0.295	-3.474	0.002
خصائص التأثير	Adj R^2=0.17 α=-0.083	F= 4.792 Sig=0.00	N= 112 εi= 0. 0364
المتغير التابع: عوائد الأسهم			

المصدر: إعداد الباحث بالاعتماد على مخرجات SPSS

5-5 مناقشة نتائج تحليل الانحدار واختبار فرضيات الدراسة:

في ضوء النتائج التي تم التوصل إليها من تحليل الانحدار المتعدد لعينة الدراسة تم فحص ومناقشة الفرضيات كما يلي:

الفرضية الأولى: يوجد أثر ذو دلالة إحصائية للأرباح الموزعة على عوائد الأسهم لشركات الخدمات المدرجة في بورصة عمان.

بغرض اختبار الفرضية الأولى تم حساب معاملات الارتباط بين الأرباح الموزعة وعوائد الأسهم لشركات الخدمات المدرجة في بورصة عمان، واستخدام تحليل الانحدار لأثر الأرباح

الموزعة على عوائد الأسهم لشركات الخدمات المدرجة في بورصة عمان، والجدول رقم (5−4) يوضح ذلك.

يظهر من الجدول رقم (5−4) وجود أثر للأرباح الموزعة على عوائد الأسهم، حيث بلغت قيمة (t) (‎−2.743‎) وبدلالة إحصائية (0.007)، وبلغت قيمة (R) (0.319) وقيمة (R^2) (0.102) وهذا يعني أن متغير التوزيعات النقدية يفسر ما نسبته (0.102) من التغير في عوائد الأسهم لشركات العينة، وبلغت قيمة (f) (12.468) وبدلالة إحصائية (0.001)، وهذا يدل على وجود أثر ذو دلالة إحصائية مهمة للأرباح الموزعة على عوائد الأسهم لشركات الخدمات المدرجة في بورصة عمان وبذلك تقبل الفرضية. وبمقارنة هذه الأرقام مع دراسة الشواورة وآخرون (2010) والتي أظهرت أن التوزيعات النقدية لها أثر ايجابي ومهم جدا على أسعار الأسهم نجد أن مستوى الدلالة يساوي (0.005) وهي نسبة قريبة من ما جاءت به هذه الدراسة، كما أن قيمة (R^2) كانت (0.689) وهذه نسبة مرتفعة وهذا يعود إلى اختلاف الشركات المبحوثة ومقدار العينة التي تم دراستها حيث اقتصرت هذه الدراسة فقط على قطاع الخدمات بينما دراسة الشواورة وآخرون (2010) شملت جميع القطاعات.

الفرضية الثانية: يوجد أثر ذو دلالة إحصائية لنسبة الربحية على عوائد الأسهم لشركات الخدمات المدرجة في بورصة عمان.

بغرض اختبار الفرضية الثانية تم حساب معاملات الارتباط بين نسبة الربحية (نسبة العائد إلى أجمالي الموجودات) وعوائد الأسهم لشركات الخدمات المدرجة في بورصة عمان، واستخدام تحليل الانحدار لأثر نسبة الربحية (نسبة العائد إلى أجمالي الموجودات) على عوائد الأسهم لشركات الخدمات المدرجة في بورصة عمان، والجدول رقم (5−4) يوضح ذلك.

يظهر من الجدول عدم وجود أثر لنسبة الربحية على عوائد الأسهم، حيث بلغت قيمة (t) (1.433-) وبدلالة إحصائية (0.155)، وبلغت قيمة (R) (0.036) وقيمة (R^2) (0.001) وهي نسبة منخفضة بالمقارنة مع ما بينته دراسة نور (2003) والتي كانت تفسر ما قيمته (0.10) من المتغير التابع والذي هو عوائد الأسهم، ومن الممكن تفسير ذلك في أن الربحية لا تملك تأثير على المتغير التابع لهذه الدراسة والذي هو عوائد الأسهم بالتالي لا تفسر من التغير في العوائد بنسبة مهمة، حيث بلغت الدلالة الإحصائية (0.709)، وهذا يدل على عدم وجود أثر ذو دلالة إحصائية مهمة لنسبة الربحية على عوائد الأسهم لشركات الخدمات المدرجة في بورصة عمان وبذلك ترفض الفرضية وتقبل الفرضية البديلة لتصبح على النحو التالي:

- لا يوجد أثر ذو دلالة إحصائية لنسبة الربحية على عوائد الأسهم لشركات الخدمات المدرجة في بورصة عمان.

الفرضية الثالثة: يوجد أثر ذو دلالة إحصائية لنسبة الرافعة المالية على عوائد الأسهم لشركات الخدمات المدرجة في بورصة عمان.

بغرض اختبار الفرضية الثالثة تم حساب معاملات الارتباط بين نسبة الرافعة المالية وعوائد الأسهم لشركات الخدمات المدرجة في بورصة عمان، واستخدام تحليل الانحدار لأثر نسبة الرافعة المالية على عوائد الأسهم لشركات الخدمات المدرجة في بورصة عمان، والجدول رقم (5-4) يوضح ذلك.

يظهر من الجدول وجود أثر غير مهم لنسبة الرافعة المالية على عوائد الأسهم، حيث بلغت قيمة (t) (0.849-) وبدلالة إحصائية (0.398)، وبلغت قيمة (R) (0.085) وقيمة (R^2) (0.007) أي أن ما قيمته (0.007) فقط من التغير في عوائد الأسهم ناتج من التغير

في الرافعة المالية وهذه نسبة قريبة مع نتائج بعض الدراسات مثل دراسة *El Essa, et. al* (2012) والتي كانت نسبة (R^2) (0.006) بالتالي من الواضح أنها لا تؤثر في العوائد، وبالنسبة لنوع العلاقة فهي سلبية وهذا يتضح من خلال قيمة β والتي بلغت (0.085−) وهذا يعني أن زيادة واحدة في نسبة الرافعة المالية يؤدي إلى انخفاض (0.085−) من عوائد الأسهم، وبلغت قيمة (f) (0.808) وبدلالة إحصائية (0.371)، وهذا يدل على عدم وجود أثر ذو دلالة إحصائية مهمة لنسبة الرافعة المالية على عوائد الأسهم لشركات الخدمات المدرجة في بورصة عمان وبذلك ترفض الفرضية وتقبل الفرضية البديلة لتصبح على النحو التالي:

- لا يوجد أثر ذو دلالة إحصائية لنسبة الرافعة المالية على عوائد الأسهم لشركات الخدمات المدرجة في بورصة عمان.

الفرضية الرابعة: يوجد أثر ذو دلالة إحصائية لحجم الشركة على عوائد الأسهم لشركات الخدمات المدرجة في بورصة عمان.

بغرض اختبار الفرضية الرابعة تم حساب معاملات الارتباط بين حجم الشركة وعوائد الأسهم لشركات الخدمات المدرجة في بورصة عمان، واستخدام تحليل الانحدار لأثر حجم الشركة على عوائد الأسهم لشركات الخدمات المدرجة في بورصة عمان، والجدول رقم (5−4) يوضح ذلك.

يظهر من الجدول رقم (5−4) وجود أثر غير مهم لحجم الشركة على عوائد الأسهم، حيث بلغت قيمة (t) (1.139−) وبدلالة إحصائية (0.257)، وبلغت قيمة (R) (0.097) وقيمة (R^2) (0.009) وهذا يعني أن التغير في عوائد الأسهم يفسر بتغير حجم الشركة فقط بمقدار (0.009)، وبالمقارنة مع دراسة موسى (2009) فقد وجد بأن الشركات ذات الحجم الكبير تفسر ما قيمته (0.574) من التغير في عوائد الأسهم بينما الشركات الصغيرة تفسر ما

قيمته (0.063) من التغير في عوائد الأسهم من هنا نلاحظ التباين في التأثير من حيث الحجم للشركة بأخذ عين الاعتبار أن تلك الدراسة طبقت على الشركات الصناعية، وبلغت قيمة β (0.097) وهذه النسبة تبين أن مقدار واحد من التغير في حجم الشركة يؤدي إلى التغير في عوائد الأسهم بمقدار (0.097)، وبلغت قيمة (f) (1.053) وبدلالة إحصائية (0.307)، وهذا يدل على عدم وجود أثر ذو دلالة إحصائية مهمة لحجم الشركة على عوائد الأسهم لشركات الخدمات المدرجة في بورصة عمان وبذلك ترفض الفرضية وتقبل الفرضية البديلة لتصبح على النحو التالي:

- لا يوجد أثر ذو دلالة إحصائية لحجم الشركة على عوائد الأسهم لشركات الخدمات المدرجة في بورصة عمان.

الفرضية الخامسة: يوجد أثر ذو دلالة إحصائية لنسبة السيولة على عوائد الأسهم لشركات الخدمات المدرجة في بورصة عمان.

بغرض اختبار الفرضية الخامسة تم حساب معاملات الارتباط بين نسبة السيولة (نسبة التداول) وعوائد الأسهم لشركات الخدمات المدرجة في بورصة عمان، كما تم استخدام تحليل الانحدار لأثر نسبة السيولة (نسبة التداول) على عوائد الأسهم لشركات الخدمات المدرجة في بورصة عمان، والجدول رقم (5-4).

يظهر من الجدول رقم (5-4) وجود أثر غير مهم لنسبة السيولة على عوائد الأسهم، حيث بلغت قيمة (t) (-1,435) وبدلالة إحصائية (0.154)، وبلغت قيمة (R) (0.032) وقيمة (R^2) (0.001) وهذه القيمة تبين أن متغير السيولة يفسر التغير في العوائد بما قيمته (0.001) وهي نسبة منخفضة تفسر بعدم وجود العلاقة والأثر المهمين إحصائيا، وكانت قيمة β (0.032) وهذا يعني أن مقدار واحد من التغير في السيولة يؤدي إلى التغير في عوائد

الأسهم بمقدار (0.032)، وبلغت قيمة (f) (0.114) وبدلالة إحصائية (0.736)، وهذا يدل على عدم وجود أثر ذو دلالة إحصائية مهمة لنسبة السيولة على عوائد الأسهم لشركات الخدمات المدرجة في بورصة عمان وبذلك ترفض الفرضية وتقبل الفرضية البديلة لتصبح على النحو التالي:

- لا يوجد أثر ذو دلالة إحصائية لنسبة السيولة على عوائد الأسهم لشركات الخدمات المدرجة في بورصة عمان.

الفرضية السادسة: يوجد أثر ذو دلالة إحصائية لفرص الاستثمار على عوائد الأسهم لشركات الخدمات المدرجة في بورصة عمان.

بغرض اختبار الفرضية السادسة تم حساب معاملات الارتباط بين فرص الاستثمار (نسبة القيمة السوقية إلى القيمة الدفترية للسهم) وعوائد الأسهم لشركات الخدمات المدرجة في بورصة عمان، واستخدام تحليل الانحدار لأثر فرص الاستثمار (نسبة القيمة السوقية إلى القيمة الدفترية للسهم) على عوائد الأسهم لشركات الخدمات المدرجة في بورصة عمان، والجدول رقم (5-4) يوضح ذلك.

يظهر من الجدول رقم (5-4) وجود أثر مهم لفرص الاستثمار على عوائد الأسهم، حيث بلغت قيمة (t) (-3.474) وبدلالة إحصائية (0.001)، وبلغت قيمة (R) (0.295) وقيمة (R^2) (0.087) وهذا يعني أن متغير فرص الاستثمار يفسر ما نسبته (0.087) من التغير في عوائد الأسهم لشركات العينة، وكانت قيمة β (0.295) أي أن تغير بمقدار واحد في قيمة متغير فرص الاستثمار يؤدي إلى التغير في عوائد الأسهم بما قيمته (0.295)، وبلغت قيمة (f) (10.505) وبدلالة إحصائية (0.002)، وهذا يدل على وجود أثر ذو دلالة إحصائية مهمة

لفرص الاستثمار على عوائد الأسهم لشركات الخدمات المدرجة في بورصة عمان وبذلك تقبل الفرضية.

الجدول رقم (5-4)

تحليل الانحدار لأثر المتغيرات المستقلة على عوائد الأسهم (ن=112)

المتغير المستقل	قيمة t	دلالة t الإحصائية	Beta	R	R^2	قيمة f	دلالة F الإحصائية
الأرباح الموزعة	-2.743	0.007	0.319	0.319	0.102	12.468	0.001
نسبة الربحية	-1.433	0.155	0.036	0.036	0.001	0.140	0.709
نسبة الرافعة المالية	-0.849	0.398	-0.085	0.085	0.007	0.808	0.371
حجم الشركة	-1.139	0.257	0.097	0.097	0.009	1.053	0.307
نسبة السيولة	-1.435	0.154	0.032	0.032	0.001	0.114	0.736
فرص الاستثمار	-3.474	0.001	0.295	0.295	0.087	10.0505	0.002
المتغير التابع: عوائد الأسهم							

المصدر: إعداد الباحث بالاعتماد على مخرجات SPSS

ويبين الجدول رقم (5-5) نتائج اختبار فرضيات الدراسة والتي تشير إلى قبول الفرضيات الأولى والسادسة والمتعلقات بالمتغيرات المستقلة: التوزيعات النقدية وفرص الاستثمار (ممثلة بنسبة القيمة السوقية إلى القيمة الدفترية) ورفض باقي الفرضيات على النحو التالي:

الجدول رقم (5-5)

نتائج اختبار فرضيات الدراسة

رقم الفرضية	المتغير المستقل	نتيجة اختبار الفرضية	نوع الأثر
1	التوزيعات النقدية	قبول	إيجابي ومهم إحصائيا
2	نسبة الربحية	رفض	إيجابي وغير مهم إحصائيا
3	الرافعة المالية	رفض	سلبي وغير مهم إحصائيا
4	حجم الشركة	رفض	إيجابي وغير مهم إحصائيا
5	نسبة السيولة	رفض	إيجابي وغير مهم إحصائيا
6	فرص الاستثمار	قبول	إيجابي ومهم إحصائيا

بمقارنة نتائج هذه الدراسة مع الدراسات السابقة الأجنبية والعربية وخاصة الأردنية منها مثل شبيطة وحداد (2010) ونور (2003)، يلاحظ أن هناك اتفاقا بين نتائج هذه الدراسة والغالبية العظمى من الدراسات السابقة فيما يتعلق بالتوزيعات النقدية وأثرها المهم على عوائد الأسهم مثل شراب (2006) والبراجنة (2009) وشبيطة وحداد (2010) والدراسات الأجنبية Habib, *et. al* (2012) و Hashemi & Zadeh (2012) و Khan (2012) و Khan & Shah (2012)، بينما اختلفت نتائج التوافق لدراسة أثر الربحية على عوائد الأسهم مع بعض الدراسات مثل دراسة نور (2003) والتي بينت أن للربحية أثر مهم احصائيا على العلاقة بين التوزيعات وعوائد الأسهم، وبالنظر إلى نتائج هذه الدراسة فيما يتعلق بمتغير الرافعة المالية فنجد أنها توافقت مع بعض الدراسات الأجنبية مثل دراسة Martani, *et. al* (2009) ودراسة Nahandi, *et. al* (2012) في أنه لا توجد علاقة بين الرافعة المالية وعوائد الأسهم، وبالنسبة لحجم الشركة فقد أتت النتائج لهذه الدراسة متوافقة مع بعض الدراسات فمثلا اتفقت مع دراسة شبيطة (2010) على أنه لا يوجد أثر لحجم الشركة على العلاقة بين التوزيعات والعوائد للسهم واختلفت مع بعض

الدراسات مثل دراسة نور (2003) حيث أشارت نتائج تلك الدراسة إلى وجود أثر ذو دلالة احصائية، أما بالنسبة لمتغير السيولة فبينت الدراسات السابقة نتائج متفاوتة من حيث التوافق مع نتائج هذ الدراسة فمثلاً اتفقت نتائج هذه الدراسة مع دراسة *Martani, et. al* (2009) من حيث عدم وجود أثر للسيولة على عوائد الأسهم، واختلفت مع دراسة *Nahandi, et. al* (2012) و*Adil, et. al* (2011) حيث أشارت تلك الدراسات إلى وجود أثر للسيولة على متغير العوائد، وأخيرا أتت نتائج التحليل لهذه الدراسة بما يتعلق بمتغير فرص الاستثمار متوافقة مع نتائج دراسات *El Essa, et. al* (2012) و*Kangarlouei, et. al* (2012) و Musmar (2011) والتي أشارت إلى وجود أثر ايجابي ومهم احصائيا على عوائد الأسهم، بينما أشارت نتائج التحليل لبيانات دراسة Rafailov & Trifonova (2011) إلى وجود أثر مهم احصائيا ولكن سلبي على عوائد الأسهم.

الفصل السادس

مناقشة النتائج والتوصيات

الفصل السادس

مناقشة النتائج والتوصيات

6-1 تمهيد:

استهدفت الدراسة الحالية تحديد أثر خصائص الشركة والأرباح الموزعة على عوائد الأسهم لشركات الخدمات المدرجة في بورصة عمان، وقد أثارت الدراسة جملة من التساؤلات وقدمت أيضا فرضيات تعلقت بطبيعة العلاقة بين متغيرات الدراسة، وتوصلت إلى عدة نتائج ساهمت في حل مشكلة الدراسة والإجابة عن تساؤلاتها وفرضياتها، ويحاول الباحث هنا الإشارة إلى أبرز هذه النتائج والتوصيات في ضوء المشاهدات والملاحظات التي تراكمت.

6-2 أهم نتائج واستنتاجات الدراسة:

1. توصلت نتائج تحليل البيانات لهذه الدراسة أن هناك أثر دال إحصائيا عند مستوى الدلالة (0.05) لمتغير التوزيعات النقدية على عوائد الأسهم لشركات الخدمات المدرجة في بورصة عمان، وهذا برأي الباحث منطقي لأن معظم المستثمرين والمساهمين ينظرون إلى ربحية الشركة ويقررون مدى نجاحها ومستوى أدائها بالنظر إلى مقدار ونسبة التوزيعات التي تقوم الشركة بتوزيعها على المساهمين، كما أنه من منطق آخر إذا كانت التوزيعات النقدية التي تقوم الشركة بتوزيعها كبيرة نسبيا فهذا يدل على أن الشركة تحقق أرباحا جيدة بالتالي حركة الأسعار في أسهم الشركة في تصاعد مستمر ومن ثم عوائد هذه الأسهم تتصاعد أيضاً، وهنا يمكن الاستنتاج بأن المستثمرين في قطاع الخدمات هم من النوع الذي لا يفضل احتجاز الأرباح بقدر تفضيله للتوزيعات.
2. توصلت نتائج تحليل البيانات لهذه الدراسة أنه لا يوجد أثر مهم ذو دلالة إحصائية عند مستوى الدلالة (0.05) لنسب الربحية (ممثلة بنسبة العائد إلى إجمالي الموجودات) على

العلاقة بين الأرباح الموزعة وعوائد الأسهم لشركات الخدمات المدرجة في بورصة عمان، وعلى الرغم من عدم وجود أثراً إحصائياً مهماً لنسب الربحية على العلاقة بين الأرباح الموزعة وعوائد الأسهم إلا أن هذه النسبة مؤثرة نظريا في العلاقة السابقة لأنها تبين مدى الكفاءة في استخدام الأصول ويقيس ذلك العائد مدى فعالية مجموع الأصول والذي يعتمد إلى حد كبير على مقدار الأرباح التي تتحقق من تلك الأصول، يعتبر هذا المؤشر من المؤشرات التي يمكن استخدامها في عملية تحليل ربحية الأسهم (عوائد الأسهم) –من وجهة نظر الباحث–.

3. بينت نتائج التحليل أنه لا يوجد أثر مهم إحصائيا عند مستوى الدلالة (0.05) لمتغير الرافعة المالية على العلاقة بين الأرباح الموزعة وعوائد الأسهم لشركات الخدمات المدرجة في بورصة عمان، وبالرغم من عدم وجود أثر إحصائي إلا أنه –في رأي الباحث– هناك أثرا نظريا للرافعة المالية على العلاقة بين الأرباح الموزعة وعوائد الأسهم حيث تقيس هذه النسبة درجة مساهمة الدائنين في مجموع حقوق المساهمين، فكلما انخفضت هذه النسبة كلما زادت حماية الدائنون من الخسارة في حالة إفلاس الشركة، وهذا مهم في تحليل واعتبار حالة الشركة وأدائها بالتالي قرارات التوزيع المؤثرة على عوائد الأسهم.

4. بينت نتائج التحليل أنه لا يوجد أثر لحجم الشركة على العلاقة بين الأرباح الموزعة وعوائد الأسهم لشركات الخدمات المدرجة في بورصة عمان، وبالرغم من عدم وجود أثر ذو دلالة إحصائية عند مستوى الدلالة (0.05) لهذا المتغير إلا أنه –في رأي الباحث– مؤثر نظريا في العلاقة بين الأرباح الموزعة وعوائد الأسهم والسبب في ذلك يعود إلى التباين في حجم الاستثمارات الثابتة وكثافة رأس المال ودرجة الاستقرار، فالشركات كبيرة

الحجم عادة ما تقوم بالنشاطات الضخمة ولديها استثمارات ضخمة قياسا بالشركات صغيرة الحجم مما أتاح لها توزيع أرباح بمقادير أكبر مما هي عليه في الشركات الصغيرة التي تحاول حجز الأرباح وتدويرها للاستفادة منها في مشاريع مستقبلية وبذلك التأثير على التوزيعات تكون مؤثرة أيضا على عوائد الأسهم.

5. أظهرت نتائج التحليل عدم وجود أثرا ذو دلالة إحصائية عند مستوى الدلالة (0.05) لمتغير نسب السيولة (ممثلة بنسبة التداول) على العلاقة بين الأرباح الموزعة وعوائد الأسهم لشركات الخدمات المدرجة في بورصة عمان، وبالرغم من عدم وجود الأثر الإحصائي، إلا أنه –حسب رأي الباحث– هناك أثراً نظرياً لهذا المتغير على العلاقة بين الأرباح الموزعة وعوائد الأسهم ونفسر ذلك بأن الشركة التي تكون نسبة السيولة فيها منخفضة هذا يعني أن قدرتها على التوزيع النقدي تكون أقل مما إذا كانت النسبة مرتفعة بالتالي فهي بالتالي تؤثر على الأرباح الموزعة من ثم على علاقتها بعوائد الأسهم.
6. تبين من خلال نتائج التحليل وجود أثر ذو دلالة إحصائية عند مستوى الدلالة (0.05) لمتغير فرص الاستثمار (ممثلة بنسبة القيمة السوقية إلى القيمة الدفترية)، حيث أن ارتفاع نسبة القيمة السوقية على القيمة الدفترية للسهم يعني أن هناك ارتفاع في أسعار الأسهم بالتالي ارتفاع في عوائد الأسهم، وبما أن هناك علاقة بين التوزيعات والعوائد فهذا يعني أن فرص الاستثمار تؤثر على العلاقة بين الأرباح الموزعة وعوائد الأسهم.

6-3 التوصيات:

وفقا للنتائج التي تم التوصل إليها من الإطار النظري للدراسة والدراسات السابقة وكذلك النتائج التي تم الحصول عليها من واقع التحليل الإحصائي للبيانات تم الخروج بالتوصيات الآتية:

1) يوصي الباحث بالعمل على زيادة الوعي الاستثماري لدى المستثمرين والمساهمين وذلك من خلال عقد الندوات والدورات التثقيفية للجمهور وتشجيعهم على استثمار أموالهم داخل سوق عمان المالي.

2) ضرورة توعية المستثمرين بأهمية القوائم المالية ودراسة التغير في أسعار الأسهم وليس التركيز فقط على الأرباح الموزعة ونسبتها.

3) تشجيع المستثمرين على ضرورة الاهتمام بالنسب المالية المتعلقة بأداء الشركة والتي من شأنها تفسير الأحداث والعمليات التي تنتج من أعمال الشركة.

4) تشجيع الشركات على زيادة التوزيعات على المساهمين وعدم احتجاز الأرباح على حساب التوزيعات لتشجيع المهتمين على استثمار أموالهم داخل سوق عمان المالي.

5) إجراء المزيد من الدراسات الأردنية التي تأخذ بعين الاعتبار الجوانب والمتغيرات التي لم يتم تغطيتها في هذه الدراسة وفي الدراسات السابقة والتي من الممكن أن تلقي الضوء على مشكلة الدراسة من وجهة نظر أخرى، لذلك يقترح الباحث بدراسة أثر خصائص الشركة على العلاقة بين الأرباح الموزعة وعوائد الأسهم ولكن باختلاف خصائص الشركة فمن الممكن أن يتم أخذ حجم رأس المال ونوع القطاع وعمر الشركة ونوع المساهمين والتدفقات النقدية والعبء الضريبي وغيرها من الخصائص التي لم تأخذ في هذه الدراسة، كما يوصي الباحث بدراسة أثر النسب المالية على العلاقة بين التوزيعات النقدية وعوائد الأسهم.

6) إجراء المزيد من الدراسات الأردنية التي تأخذ بعين الاعتبار قطاعات أخرى للشركات، فمن الممكن عمل هذه الدراسة على القطاع المالي في الأردن، أو عمل دراسة مقارنة

بين قطاعات مختلفة من السوق الأردني، أو حتى من الممكن عمل دراسة مقارنة بين السوق الأردني وأسواق أخرى عربية أو أجنبية.

قائمة المراجع

- **المراجع العربية**
- **المراجع الإنجليزية**
- **المواقع الإلكترونية**

- **المراجع العربية:**

1. البراجنة، أمجد. (2009)، "**اختبار العلاقة بين توزيع الأرباح وكل من القيمة السوقية والدفترية للأسهم المتداولة في سوق فلسطين للأوراق المالية**"، رسالة ماجستير غير منشورة، الجامعة الإسلامية، غزة، فلسطين.
2. التميمي، أرشد، وسلام، أسامة. (2004)، "**الاستثمار بالأوراق المالية**"، دار المسيرة للنشر والتوزيع، عمان، الطبعة الأولى.
3. الجزيري، خيري. (2003)، "**التمويل الإداري**"، مطابع الولاء الحديثة، القاهرة، مصر.
4. الخصاونة، محمد. (2011)، "**أساسيات الإدارة المالية**"، دار الفكر ناشرون وموزعون الطبعة الأولى، عمان، الأردن.
5. دادن، عبد الوهاب، وبديدة، حورية. (2012)، "تأثير سياسة توزيع الأرباح على قيمة المؤسسات المسعرة –حالة المؤشر CAC40 خلال الفترة الممتدة من 2007 إلى 2009"، *مجلة الباحث*، العدد10، الجزائر، ص ص225-235.
6. ذيب، سوزان وموسى، شقيري ونور، محمود وسعادة، عبد الله. (2012)، "**إدارة الائتمان**"، دار الفكر ناشرون وموزعون، الطبعة الأولى، عمان الأردن.
7. الزبون، عطا الله. (2010)، "**استراتيجيات التحليل المالي**"، دار المتنبي للطباعة والنشر والتوزيع، إربد، الأردن.
8. الزرقان، صالح. (2010)، "**العوامل المالية والاقتصادية المؤثرة في عوائد الأسهم– النظرية والتطبيق–**"، الطبعة الأولى، عمان، الأردن.

9. الزعبي، خليفة. (2004)، "العلاقة السببية بين معدل التضخم والرقم القياسي لأسعار الأسهم في سوق عمان المالي"، *مجلة مؤتة للبحوث والدراسات*، عمان، المجلد19، العدد5، ص ص187-203.

10. سمية، بلجليلة. (2010)، "**أثر التضخم على عوائد الأسهم -دراسة تطبيقية لأسهم مجموعة من الشركات المسعرة في بورصة عمان للفترة 1996-2006**"، رسالة ماجستير غير منشورة ، جامعة قسنطينة، الجزائر.

11. شبيطة، دعاء، وحداد، فايز. (2010)، "تأثير المخاطرة النظامية وحجم الشركة ونوع القطاع على العلاقة بين توزيعات الأرباح وعوائد الأسهم-دراسة تطبيقية على بورصة عمان"، *مجلة دراسات العلوم الإدارية*، عمان، الأردن، المجلد37، العدد1، ص ص204-221.

12. شراب، صباح. (2006)، "**أثر الإعلان عن توزيعات الأرباح على أسعار أسهم الشركات المدرجة في سوق فلسطين للأوراق المالية -دراسة تطبيقية**"، الجامعة الإسلامية، رسالة ماجستير غير منشورة، غزة، فلسطين.

13. الشواورة، فيصل والحطيبات، خالد والدحيات، محمد والشواورة، فواز. (2012)، "أثر الإعلان عن الأرباح المحاسبية وتوزيعاتها النقدية على القيمة السوقية لأسهم الشركات المساهمة العامة المقيدة في بورصة عمان: دراسة تطبيقية"، *مجلة مؤتة للبحوث والدراسات*، الأردن، ص ص1-34.

14. الضب، علي. (2009)، "**دراسة تأثير الهيكل المالي وسياسة توزيع الأرباح على قيمة المؤسسة الاقتصادية المدرجة في البورصة -دراسة حالة عينة من الشركات**

المدرجة بسوق الكويت للأوراق المالية خلال الفترة من 2006-2008-"، جامعة قاصدي مرباح-ورقلة، رسالة ماجستير غير منشورة، الجزائر.

15. المناصير، سفيان. (2010)، "**القرارات المالية وأثرها في تحديد الخيار الإستراتيجي باستخدام إستراتيجية النمو**"، دار جليس الزمان للنشر والتوزيع، الطبعة الأولى، عمان، الأردن.

16. موسى، الشقيري وصافي، وليد. (2009)، "قياس كفاءة سوق عمان المالي من خلال تأثير حجم الشركة في العائد والمخاطر -دراسة تطبيقية على عينة من الشركات الصناعية المدرجة في بورصة عمان للأوراق المالية"، *مجلة كلية بغداد للعلوم الاقتصادية*، المجلد0، العدد19، الأردن، ص ص215-244.

17. موسى، شقيري والزرقان، صالح والحداد، وسيم والدويكات، مهند.(2012). "**إدارة الاستثمار**"، دار المسيرة للنشر والتوزيع، الطبعة الأولى، عمان، الأردن.

18. نور، عبد الناصر. (2003)، "العلاقة بين توزيعات الأرباح والعوائد السوقية غير العادية للأسهم ومدى تأثرها بربحية الشركة وحجمها ودرجة مخاطرتها اللانظامية: دراسة ميدانية مقارنة بين الشركات المساهمة العامة العراقية والأردنية"، *مجلة جامعة الملك عبد العزيز*، المجلد17، العدد1، ص ص41-67.

- **المراجع الأجنبية:**

1. Adil, M. & Zafar, N. & Yaseen, N. (2011), "Empirical Analysis of Determinants of Dividend Payout: Profitability and Liquidity", *Interdisciplinary Journal of Contemporary Research In Business*, Vol.3, No.1, Pakistan, pp.289-300.

2. Akbar, M & Baig, H. (2010), "Reaction of Stock Prices to Dividend Announcements and Market Efficiency in Pakistan", *The Lahore Journal of Economics*, Vol.15, No.1, Pakistan, pp.103-125.
3. Asghar, M. & Shah, S. & Hamid, K. & suleman, M. (2011), "Impact of Dividend Policy on Stock Price Risk: Empirical Evidence from Equity Market of Pakistan", *Far East Journal of Psychology and Business*, Vol.4, No.1, Pakistan, pp.45-52.
4. Bauer, P & Pavlov, B & Schotman, P. (2005), "Firm Characteristics, Industry and Time Effects, and the Cross-Section of Expected Stock Returns", *Limburg Institute of Financial Economics*, Netherlands, pp.1-42.
5. Bhatti, A. & Majeed, K. & Rehman, I. & Khan, W. (2010), "Affect of Leverage on Risk and Stock Returns: Evidence from Pakistani Companies", *International Research Journal of Finance and Economics*, Issue58, Pakistan, pp.32-49.
6. Bodie, Z. & Kane, A. & Marcus, A. (2009), **"Investments"**, Mcgraw-Hill/Irwin Inc, 8th edition, New York, USA.
7. El Essa, M. & Hameedat, M. & Altaraireh, J. & Nofal, M. (2012), "A Worthy Factors Affecting Dividends Policy Decisions an Empirical Study on Industrial Corporations Listed in Amman Stock Exchange", *Institute of Interdisciplinary Business Research*, Vol.4, No.5, Jordan, pp.614-622.
8. Fama, E & French, K. (2000), "Diappearing Dividends: Changing Firm Characteristics or Lower Propensity to Pay" Working paper, *Social Science Research Network*, No.509,USA, pp.1-31.
9. Gibson, C. (2009), **"Financial Reporting and Analysis-Using Financial Accounting Information"**, South-Western Cengage Learning, 11th edition, USA.

10. Gitman, L. & Joehnk, M. (2008), **"Fundamentals of Investing"**, Pearson & Addison-Wesley, 10th edition, USA.
11. Gordon, M. (1963). “Optimal Investments and Financing Policy”, *Journal of Finance*, Vol.18, Issue.2, USA, pp.264-272.
12. Habib, Y. & Kiani, Z. & Khan, M. (2012), "Dividend Policy and Share Price Volatility: Evidence from Pakistan", *Global Journal of Management and Business Research*, Vol.12, No.5, Pakistan, pp.78-84.
13. Hashemi, S. & Zadeh, F. (2012), "The impact of financial leverage operating cash flow and size of company on the dividend policy -case study of Iran-", *Institute of Interdisciplinary Business Research*, Vol.3, No.10, Iran, pp.264-270.
14. Kandir, S, (2008), "Macroeconomic Variables, Firm Characteristics and Stock Returns: Evidence from Turkey", *International Research Journal of Finance and Economics*, Issue 16, Turkey, pp.36-45.
15. Kangarlouei, S. & Motavassel, M. & Azizi, A. (2012), "The Investigation of the Relationship Between Dividend Policies, Cash-Flow Uncertainty, Contributed Capital Mix and Investment Opportunities: The Case of Emerging Markets", *International Journal of Business and Social Science*, Vol.3, No.2, Iran, pp.172-181.
16. Karacaer, S. & Ozek, P. (2009), “How Do Firm Characteristics Affect the Market Reaction Investment Announcement: ISE Case”, *Investment Management and Financial Innovations*, Vol.6, No.1, Turkey, pp.156-162.
17. Khan, A. & Shah, S. (2012), “The Impact of Retained and Distributed Earnings on Future Profitability and Stock Returns in

Pakistan", *International Research Journal of Finance and Economic*, Issue 84, Pakistan, pp.141-148.

18. Khan, K. (2012), "Effect of Dividends on Stock Prices-A Case of Chemical and Pharmaceutical Industry of Pakistan", *Scientific & Academic Publishing*, Vol.2, No.5, Pakistan, p.141-148.
19. Khan, S. (2009), **"Determinants of Share Price Movements in Bangladesh: Dividends and Retained Earnings"**, Blekinge Institute of Echnology, Master's Thesis in Business Administration, Bangladish.
20. Kumar, M & Sehgal, S. (2004), "Company Characteristics and Common Stock Returns the Indian Experience", *Investment Management & Financial Innovations*, India, pp.89-99.
21. Lewis, R. & Pendrill, D. (2004), **"Advanced Financial Accounting"**, Pearson Education Limited, 17th edition, England.
22. Lintner, J. (1956). "Distribution of Income of Corporation among Dividends, Retained Earnings, and Taxes", *American Economic Review*, Vol.46, Issue.2, USA, pp.97-113.
23. Martani, D. & Mulyono. & Khairurizka, R. (2009), "The Effect of Financial Ratios, Firm Size, and Cash Flow from Operating Activities in the Interim Report to the Stock Return", *Chinese Business Review*, Vol.8, No.6, Indonesia, pp.44-55.
24. Modigliani, F. & Miller, M. (1958). "The Cost of Capital, Corporation Finance and the Theory of Investment", *American Economic Review*, Vol.48, No.3, USA, pp.261–297.
25. Modigliani, F. & Miller, M. (1961). "Dividend, Growth, and the Valuation of Shares", *Journal of Business*, Vol.34, No4, USA, pp.411-433.

26. Musmar, M. (2011), **"Dividends Policy and Share Price Volatility -Empirical Evidence from Jordan-"**, Yarmouk University, Jordan.

27. Nahandi, Y. & Zeynali, M. & Maleki, A. (2012), "Survey the Influence of Stock Liquidity on the Stock Return of Corporations Listed at the Tehran Stock Exchange", *Journal of Basic and Applied Scientific Research*, Islamic Azad University, Vol.2, No.5, Iran, pp.4956-4960.

28. Rafailov, D. & Trifonova, M. (2011), "The Effect of Firm Characteristics on Dividend Decisions of Bulgarian Companies", *Social Science Electronic Research Network*, Bulgaria, pp.1-16.

29. Soomro, S. & Bhutto, N. & Abbas, G. (2011), “Stock Market Cycles Generation of Non Financial Companies in Pakistan”, *Sukkur Institute of Business Administration*, Pakistan, Vol.1,No.1, pp.57-64.

30. Subramanyam, K. & Wild, John. (2009), **"Financial Statement Analysis"**, Mcgraw-Hill/Irwin Inc, 8th edition, New York, USA.

31. Sukor, M. (2011), “Stock Returns, Firm Size, Liquidity and the Festivities Effect: Asian Evidence”, *Journal of Business & Economics*, pp.1-28.

32. Weygandt, J. & Kimmel, D. & Kieso, E. (2012), **"Accounting Principles"**, John Wiley & Sons inc, 10th Edition, United States of America.

- **المواقع الإلكترونية:**

1. الموقع الإلكتروني لبورصة عمان http://www.ase.com.jo.
2. الموقع الإلكتروني لهيئة الأوراق المالية الأردنية http://www.jsc.gov.jo.
3. الموقع الإلكتروني لمركز إيداع الأوراق المالية http:/www.sdc.com.jo.
4. http://www.answer.com.

ملحق رقم (1)

شركات الخدمات المدرجة في بورصة عمان

اسم الشركة	الاسم المختصر للشركة	الرمز الحرفي	الرمز الرقمي	السوق
الخدمات الصحية				
اسم الشركة	الاسم المختصر للشركة	الرمز الحرفي	الرمز الرقمي	السوق
المجموعة الاستشارية الاستثمارية	المجموعة الاستشارية	CICO	131207	2
البلاد للخدمات الطبية	البلاد الطبية	ABMS	131002	2
مستشفى ابن الهيثم	مستشفى ابن الهيثم	IBNH	131279	2
الدولية للاستثمارات الطبية	الدولية الطبية	ICMI	141021	3
الخدمات التعليميه				
اسم الشركة	الاسم المختصر للشركة	الرمز الحرفي	الرمز الرقمي	السوق
مدارس الاتحاد	مدارس الاتحاد	ITSC	131093	2
الإسراء للتعليم والإستثمار	الإسراء للتعليم	AIFE	131220	1
البتراء للتعليم	البتراء للتعليم	PEDC	131221	1
فيلادلفيا الدولية للاستثمارات التعليمية	جامعة فيلادلفيا	PIEC	131222	1
الزرقاء للتعليم والاستثمار	الزرقاء للتعليم	ZEIC	131051	1
العربية الدولية للتعليم والاستثمار	الدولية للتعليم	AIEI	131052	1
الفنادق والسياحة				
اسم الشركة	الاسم المختصر للشركة	الرمز الحرفي	الرمز الرقمي	السوق
الشرق للمشاريع الاستثمارية	الشرق للمشاريع	AIPC	131078	2
الدولية للفنادق والاسواق التجارية	الدولية للفنادق والاسواق	MALL	131098	1

الأردن لتطوير المشاريع السياحية	تطوير المشاريع	JPTD	131211	2
وادي الشتا للاستثمارات السياحية	وادي الشتا	WIVA	131235	2
الفنادق والسياحة الاردنية	الفنادق والسياحة	JOHT	131003	1
الركائز للاستثمار	الركائز	RICS	131261	2
العربية الدولية للفنادق	العربية الدولية للفنادق	AIHO	131005	1
النموذجية للمطاعم	النموذجية للمطاعم	FOOD	131272	2
التجمعات للمشاريع السياحية	التجمعات للمشاريع السياحية	TAJM	131019	2
سُرى للتنمية والاستثمار	سُرى	SURA	131283	2
البحر المتوسط للاستثمارات السياحية	البحر المتوسط	MDTR	131035	2
زارة للاستثمار القابضة	زارة للاستثمار	ZARA	131067	2

النقل

اسم الشركة	الاسم المختصر للشركة	الرمز الحرفي	الرمز الرقمي	السوق
النقليات السياحة الاردنية /جت	النقليات السياحة/جت	JETT	131080	1
الاردنية للاستثمار والنقل السياحي / الفا	النقل السياحي/الفا	ALFA	131083	2
المقايضة للنقل والاستثمار	المقايضة للنقل	NAQL	131208	2
عالية – الخطوط الجوية الملكية الأردنية	الملكية الأردنية	RJAL	131213	2
الفاتحون العرب للاستثمار	الفاتحون العرب	FATI	141218	2
مسافات للنقل المتخصص	مسافات للنقل	MSFT	131243	2

اسم الشركة	الاسم المختصر للشركة	الرمز الحرفي	الرمز الرقمي	السوق
المتكاملة للنقل المتعدد	المتكاملة للنقل	ABUS	131256	3
مجموعة رم للنقل والاستثمار السياحي	رم للنقل والاستثمار	RUMM	131262	2
الخطوط البحرية الوطنية الاردنية	الخطوط البحرية	SHIP	131012	1
المجموعة المتحدة للنقل البري	المجموعة المتحدة	UGLT	131288	3
العبور للشحن والنقل	العبور	TRUK	131290	2
السلام الدولية للنقل والتجارة	السلام للنقل	SITT	131034	1
الثقة للنقل الدولي	الثقة للنقل	TRTR	131055	3
التكنولوجيا والإتصالات				
اسم الشركة	الاسم المختصر للشركة	الرمز الحرفي	الرمز الرقمي	السوق
الاتصالات الأردنية	الاتصالات الأردنية	JTEL	131206	1
الفارس الوطنية للاستثمار والتصدير	الفارس الوطنية	CEBC	131232	3
الإعلام				
اسم الشركة	الاسم المختصر للشركة	الرمز الحرفي	الرمز الرقمي	السوق
المؤسسة الصحفية الاردنية/ الرأي	الرأي	PRES	131013	1
الاردنية للصحافة والنشر/ الدستور	الدستور	JOPP	131030	2
الطاقة و المنافع				
اسم الشركة	الاسم المختصر للشركة	الرمز الحرفي	الرمز الرقمي	السوق
البترول الوطنية	البترول الوطنية	NAPT	141103	2
الكهرباء الاردنية	الكهرباء الاردنية	JOEP	131004	1

كهرباء محافظة اربد	كهرباء اربد	IREL	131010	2
مصفاة البترول الأردنية/ جوبترول	مصفاة الاردن/ جوبترول	JOPT	142041	1

الخدمات التجاريه				
اسم الشركة	الاسم المختصر للشركة	الرمز الحرفي	الرمز الرقمي	السوق
انجاز للتنمية والمشاريع المتعددة	انجاز	LIPO	141058	3
المتخصصة للتجارة والاستثمارات	المتخصصة للتجارة	SPTI	131081	2
الأردنية للاستثمارات المتخصصة	الاستثمارات المتخصصة	SIJC	131086	2
بندار للتجارة والإستثمار	بندار	BIND	131219	2
درويش الخليلي و اولاده	الخليلي و اولاده	DKHS	131223	3
مجموعة أوفتك القابضة	أوفتك القابضة	OFTC	131228	2
الجنوب للإلكترونيات	الجنوب للالكترونيات	SECO	131230	3
نوبار للتجارة والاستثمار	نوبار للتجارة	NOTI	131238	2
الجميل للاستثمارات العامة	الجميل	JMIL	131254	2
المتكاملة للتأجير التمويلي	المتكاملة للتأجير التمويلي	LEAS	131264	3
الاسواق الحرة الاردنية	الاسواق الحرة	JDFS	131022	1
المركز الاردني للتجارة الدولية	المركز الاردني	JITC	131023	2
آفاق للطاقة	آفاق للطاقة	MANE	131286	1
التسهيلات التجارية الاردنية	التسهيلات التجارية	JOTF	131062	2
الأهلية للمشاريع	الأهلية للمشاريع	ABLA	131064	2

الملخص باللغة الإنجليزية

Jaradat, Morad. "The Impact of Firm Characteristics on the Relationship between Dividends and Stock Returns of Service Companies Listed in Amman Stock Exchange", Master Theses, Yarmouk University, 2012, (Supervisor: Prof. Ahmed Mohammad Al-Omari).

This study aims to investigate the impact of dividends on stock returns of service companies listed in Amman Stock Exchange and to investigate the impact of firm characteristics these are attributable to (profitability and financial leverage and the firm size and the firm's liquidity and investment opportunities) on stock returns of service companies listed in ASE.

The population of the study consisted of all companies listed in the ASE, which numbered 243 until the end of 2012, and the final sample of the study consists of 56 service company listed in ASE during the period 2010-2011.

A standard form has been developed for the purpose of measuring the impact of the independent variables (cash dividends and the firm characteristics) on the dependent variable (stock returns) and to Know justifying degree of independent variables to the changes that were happening to the dependent variable. The model of the study was tested by using multiple regression analysis.

The results of analysis the data showed that there was a positive statistically significant impact for dividends (cash distributions variable) on stock returns of service companies listed in the ASE, and the results of this study showed a positive statistically significant impact of investment opportunities (represented by market value to book value ratio) on the relationship between dividends and stock returns of service companies listed in ASE, and the results showed no statistically significant impact

for the rest of characteristics: profitability and financial leverage and firm size and liquidity on the relationship between dividends and stock returns of service companies listed in the ASE.

The study ended with recommendations for future research that may cover other aspects of the topic and/or incorporate new variables not covered by the current study.

Keywords: stock returns, dividends, firm characteristics, service companies listed in the ASE.s